

OS CUSTOS E BENEFÍCIOS DE UMA MOEDA COMUM: O CASO DE PORTUGAL

por

Stephanie Elisabeth da Cruz Tavares

Dissertação de Mestrado em Economia e Administração de
Empresas

Orientada por:

Professor Doutor Rui Henrique Ribeiro Rodrigues Alves

2012

Nota biográfica

Stephanie Elisabeth da Cruz Tavares é natural de Amesterdão, Países Baixos, onde nasceu no dia 14 de Setembro de 1988.

No ano de 2002 iniciou a sua vida em Portugal, ingressando em 2007 na Faculdade de Economia do Porto com o intuito de realização da Licenciatura em Economia, que foi concluída em 2010. Como a Stephanie pretendia aprofundar e consolidar os seus conhecimentos na área da economia, e incluir uma vertente de gestão na sua formação académica optou por candidatar-se ao Mestrado em Economia e Administração de Empresas em 2010, que continua a frequentar actualmente. Também realizou um estágio de verão em 2011 na empresa Caixa Geral de Depósitos.

Agradecimentos

A realização desta dissertação não teria sido possível sem os meus pais. O seu apoio incondicional e o da minha maravilhosa irmã têm sido fundamentais. Demonstraram sempre um grande interesse neste meu projecto e disposição para ajudar em qualquer coisa. Por isto e todo o amor e carinho que recebo todos dias deles agradeço-lhes do fundo do meu coração.

Também devo um enorme agradecimento ao meu orientador, Professor Doutor Rui Henrique Alves, em primeiro lugar, por ter aceitado orientar a minha dissertação, apesar das suas restrições de tempo. Em segundo lugar pelos seus conselhos, auxílio e pelo esclarecimento das numerosas dúvidas que colocava em cada reunião. Muito obrigada por tudo e principalmente pela sua disponibilidade.

Ao longo deste curso tornei-me próxima de uma pessoa fantástica, Sabrina Lopes, que me ajudou sempre que precisava, sentindo uma enorme gratidão por isso. Também queria agradecer às minhas outras amigas pelos esclarecimentos prestados quando surgiam dúvidas, e em especial ao meu namorado, Filipe Sousa, que quase todos os dias me ouvia falar sobre o tema desta dissertação.

Muito obrigada a todos que de alguma forma tiveram um contributo importante na minha vida.

Resumo

A constituição da União Económica e Monetária em 1999 foi um passo fundamental no processo de integração europeia, que permitiria facilitar a criação de uma união política. Com a formação da Zona Euro várias expectativas foram criadas para os estados-membros. No entanto nem todas as expectativas foram concretizadas no caso específico de Portugal, sendo que a crise mundial de 2007 veio provocar um impacto negativo sobre a economia portuguesa. Com isto começou-se a colocar a viabilidade da manutenção de Portugal na Zona Euro em questão.

Assim, nesta dissertação propõe-se apresentar, inicialmente, os custos e benefícios de uma moeda comum e da Zona Euro em particular, e as expectativas para Portugal com a sua adesão ao euro. O principal custo identificado por diversos autores é a perda das políticas monetária e cambial, sendo que a eliminação da incerteza cambial e a redução dos custos de transacção constituem as vantagens primordiais. De seguida confrontam-se as expectativas para o nosso país com a entrada na união monetária com as consequências efectivas, de modo a perceber quais as expectativas que foram efectivamente confirmadas, e quais foram os custos e benefícios para Portugal. Com esta informação torna-se possível analisar o que poderá acontecer num futuro próximo, tendo em conta o contexto actual, e deste modo concluir se a melhor decisão para Portugal é retirar-se ou continuar no projecto do euro.

Palavras-chave: União Económica e Monetária, Zona Euro, Custos e Benefícios, Portugal.

Abstract

The constitution of the Economic and Monetary Union in 1999 was a fundamental step in the process of European integration, which would facilitate the creation of a political union. With the formation of the Euro Zone various expectations were created for the member states. However not all expectations were fulfilled in the specific case of Portugal, and the global crisis of 2007 has provoked a negative impact on the Portuguese economy. In such context, the question of the viability of the maintenance of Portugal in the Euro Zone has been put forward.

This dissertation begins with the presentation of the costs and benefits of a common currency and for the Euro Zone in particular, and the expectations for Portugal with its accession to the euro. The major cost identified by several authors is the loss of monetary and exchange rate policies, the elimination of exchange rate uncertainty and the reduction of transaction costs being the major advantages. Then the expectations for our country to enter the monetary union are confronted with the effective consequences in order to realize the expectations which effectively were confirmed, and to analyze the effective costs and benefits for Portugal. With this information it becomes possible to analyze what might possibly happen in the near future taking into account the current context, and thus conclude if the best decision for Portugal is to withdraw or to continue in the euro project.

Key words: Economic and Monetary Union, Euro Zone, Costs and Benefits, Portugal.

Índice de conteúdos

Nota biográfica	i
Agradecimentos	ii
Resumo	iii
Abstract	iv
Índice de conteúdos	v
Índice de quadros	vii
Índice de gráficos	viii
Lista de abreviaturas e siglas	ix
1. Introdução	1
2. Revisão da Literatura	2
2.1. A união monetária.....	2
2.1.1. A definição de união económica e de união monetária	2
2.1.2. Custos e benefícios de uma união monetária.....	3
2.2. A Zona Euro.....	13
2.2.1. Contextualização da Zona Euro	13
2.2.2. Custos e benefícios para a Zona Euro: expectativas e resultados	18
2.3. Caso de Portugal	28
2.3.1. Custos, benefícios e expectativas para Portugal com a adesão ao euro.....	28
3. Evolução macroeconómica portuguesa	34
3.1. A taxa de juro.....	34
3.2. A volatilidade cambial	36
3.3. Os custos de transacção	37
3.4. O comércio.....	38
3.5. O investimento	42
3.6. A integração financeira.....	46
3.7. O consumo	48
3.8. A inflação.....	50
3.9. O endividamento público.....	53
3.10. O crescimento económico.....	57
3.11. O mercado de trabalho	60
3.12. Os preços relativos.....	69
3.13. Contas externas/balança corrente.....	70
3.14. A simetria dos ciclos económicos.....	72
3.15. A integração na UE.....	76

4. Conclusão.....	80
Referências.....	87

Índice de quadros

Quadro 1: Custos e benefícios de uma moeda comum.....	11
Quadro 2: Resumo das expectativas para Portugal.....	32
Quadro 3: Consumo privado.....	46
Quadro 4: PIB	47
Quadro 5: Portugal: Sensibilidade dos salários reais à taxa de desemprego	63
Quadro 6: Quadro síntese	76

Índice de gráficos

Gráfico 1: Taxa de juro	35
Gráfico 2: Convergência das taxas de juro	35
Gráfico 3: Exportações – parceiro comercial: Zona Euro (17).....	39
Gráfico 4: Importações – parceiro comercial: Zona Euro (17).....	39
Gráfico 5: Balança comercial – parceiro comercial: Zona Euro (17).....	40
Gráfico 6: Exportações intra-euro.....	41
Gráfico 7: Importações intra-euro.....	41
Gráfico 8: Formação bruta de capital fixo	42
Gráfico 9: Stocks de entrada de IDE	43
Gráfico 10: Stocks de saída de IDE	43
Gráfico 11: Despesa média de consumo por família em euros.....	48
Gráfico 12: PIB per capita a preços constantes	49
Gráfico 13: Taxa de inflação - IPCH	52
Gráfico 14: Indicador de convergência de preços	52
Gráfico 15: Dívida pública bruta em percentagem do PIB.....	53
Gráfico 16: Saldo orçamental em percentagem do PIB.....	55
Gráfico 17: Taxa de crescimento do PIB	59
Gráfico 18: Taxa de crescimento anual do custo unitário laboral	60
Gráfico 19: Taxa de câmbio real (custos laborais)	61
Gráfico 20: Taxa de desemprego	62
Gráfico 21: Desvio do PIB actual em relação ao PIB potencial em percentagem do PIB potencial.....	63
Gráfico 22: Saída de portugueses dos países da Zona Euro	65
Gráfico 23: Entrada de portugueses nos países da Zona Euro.....	66
Gráfico 24: Taxa de câmbio real (preços)	69
Gráfico 25: Saldo da balança corrente em percentagem do PIB	70
Gráfico 26: Taxa de crescimento do PIB da Zona Euro e de Portugal	73

Lista de abreviaturas e siglas

BCE – Banco Central Europeu

EUA – Estados Unidos de América

FBCF – Formação Bruta de Capital Fixo

IDE – Investimento Directo Estrangeiro

PIB – Produto Interno Bruto

UE – União Europeia

1. Introdução

Esta dissertação, realizada no âmbito da conclusão do Mestrado de Economia e Administração de Empresas, tem como objectivo a análise das vantagens e desvantagens de uma zona monetária em geral, da Zona Euro e dos custos e benefícios para Portugal nesta zona em específico. Pretende-se perceber as consequências para Portugal da sua participação na moeda única europeia e confrontar as mesmas com as expectativas para o nosso país com a entrada na Zona Euro. Com esta análise e à luz do contexto actual, visa-se ainda explicitar o que poderá acontecer no futuro próximo, incluindo examinar as consequências para Portugal derivadas de se manter ou sair da Zona Euro.

Este tema suscitou algum interesse, uma vez que se tem constatado a existência de especulações e de divergência de opiniões em relação à sustentabilidade da Zona Euro, de uma forma geral, e à saída ou não de países como a Grécia e Portugal da União Económica e Monetária, em particular. O facto de este assunto estar na actualidade, ter uma grande importância a nível económico, e estar associado a incertezas, motivou de alguma forma a escolha deste tema. Não é claro se a melhor opção para um país é a integração numa zona monetária, sendo necessário ter em consideração os aspectos positivos e negativos.

Para o desenvolvimento deste tema definiu-se uma estrutura de trabalho, sendo que inicialmente se analisará os estudos de diversos autores sobre os custos, os benefícios e as consequências esperadas com a criação de uma zona monetária, examinando a Zona Euro em concreto, e a adesão de Portugal à Área Euro em particular. Após esta etapa proceder-se-á à comparação das consequências esperadas para Portugal com a sua adesão ao euro com o que efectivamente se verificou, a partir da recolha e análise de diversos dados macroeconómicos. Com esta informação torna-se possível especular sobre o que poderá acontecer a Portugal no caso de ficar ou sair da Zona Euro, e assim concluir se a melhor decisão para o nosso país é permanecer na área monetária em questão ou abandonar esta.

2. Revisão da Literatura

2.1. A união monetária

2.1.1. A definição de união económica e de união monetária

Uma união económica é uma união constituída por um conjunto de países em que se pretende a formação de um mercado único, ou seja, a livre circulação de bens, serviços, capitais e pessoas (Baldwin & Wyplosz, 2009 e Feenstra & Taylor, 2008). Já o desenvolvimento de uma união monetária é um processo mais profundo e complexo uma vez que, tal como Mundell (1961) afirmou, envolve a substituição da moeda nacional de cada estado-membro por uma moeda comum.¹

¹ Existe uma alternativa que consiste na manutenção das moedas nacionais, com a fixação irrevogável das taxas de câmbio bilaterais e convertibilidade total. No entanto, a maximização dos benefícios da união monetária ocorre na situação que iremos considerar, a do aparecimento de uma moeda única.

2.1.2. Custos e benefícios de uma união monetária

A criação de uma zona monetária envolve benefícios para os estados-membros, mas também alguns custos, sendo que os ganhos estão associados a uma vertente mais microeconómica e os custos a um nível mais macroeconómico (de Grauwe, 2009).

A adopção de uma moeda comum por um conjunto de países implica a eliminação dos custos de transacção, uma vez que os estados-membros da união monetária passam a utilizar a mesma moeda, não existindo necessidade de conversão de moedas e o pagamento de comissões às instituições bancárias pelo serviço de conversão (de Grauwe, 2009).

A eliminação das moedas nacionais incentivará o comércio e poderá tornar os preços na união monetária mais transparentes, uma vez que a moeda única eliminou os custos de conversão, existindo assim uma maior facilidade de comparar os preços entre os diferentes estados-membros, com o aumento da concorrência a originar preços mais baixos e uma convergência destes (Barbosa et al., 1998 e de Grauwe, 2009).

A eliminação da incerteza cambial com a unificação monetária também é um ganho de eficiência económica, uma vez que permite eliminar a incerteza em relação às receitas futuras das empresas (de Grauwe, 2009), o que promove o comércio e o investimento na união (Barbosa et al., 1998, Feenstra & Taylor, 2008 e de Grauwe, 2009). Apesar de existirem situações em que a volatilidade cambial poderá ser favorável, constata-se que as flutuações das taxas de câmbio poderão ter efeitos bastante onerosos (de Grauwe, 2009). Contudo, uma menor volatilidade cambial poderá intensificar a volatilidade do crescimento do produto, principalmente no caso de países mais pobres, tal como afirmam os economistas Ghosh et al. (1997). Isto porque a maior rigidez cambial implica maiores dificuldades de ajustamento na ocorrência de perturbações, originando efeitos mais significativos sobre o produto e o emprego (de Grauwe, 2009). De acordo com Mundell (1973), a volatilidade cambial poderá dar origem a choques assimétricos (de Grauwe, 2009).

Assim, segundo Barbosa et al. (1998), Feenstra & Taylor (2008) e de Grauwe (2009), a criação de uma zona monetária tem impactos comerciais. No entanto existem diversas perspectivas no que diz respeito ao efeito de uma moeda comum sobre o comércio, sendo que os estudos do Fundo Monetário Internacional (1984) concluíram que a redução da incerteza cambial não tem um impacto muito profundo na promoção

das trocas comerciais. Por outro lado Rose (2000) afirma que o nível de comércio é muito superior entre países de uma união monetária, tal como se comprovou nos estudos de Rose & van Wincoop (2001) e Glick & Rose (2002). Estes efeitos sobre o comércio também se devem ao facto de uma união monetária implicar uma melhor integração financeira, e dos sistemas bancários e de pagamentos, o que incentiva o comércio devido ao menor custo de transacção (de Grauwe, 2009). Em relação ao estudo de Rose (2000) concluiu-se que os resultados obtidos não foram estimados correctamente, destacando-se a dificuldade de se obterem resultados fiáveis sem uma teoria correcta que estabeleça a relação entre a formação de uma união monetária e os efeitos comerciais (de Grauwe, 2009). Contudo, existem estudos mais recentes que se baseiam nas áreas sectoriais e microeconómicas para avaliar os impactos comerciais de uma moeda única, obtendo correlações positivas (Baldwin et al., 2008, Berger & Nitsch, 2008, Nitsch & Pisu, 2008 e Flam & Nordström, 2006).

No que diz respeito à inflação, o estudo de Rogoff et al. (2004) parece apontar para a inexistência de relação entre esta e o regime cambial. No entanto, no caso de países em desenvolvimento com níveis de inflação elevadas poderá constatar-se que a definição de um regime cambial fixo poderá ser uma decisão eficiente para reduzir esta variável económica, pois esta diminuição torna-se assim mais credível (Rogoff et al., 2004).

A unificação monetária também envolve alguns custos e benefícios consoante as características dos países, desde logo dependendo do grau de abertura do país: quanto maior esse grau, maiores os ganhos em aderir a uma união monetária (de Grauwe, 2009 e McKinnon, 1963). Isto porque a eliminação dos custos de transacção tem um impacto mais relevante nos países economicamente integrados e com maiores níveis de comércio externo (de Grauwe, 2009). No entanto existe uma outra perspectiva em que se considera que uma maior integração económica poderá provocar uma concentração regional das actividades industriais, elevando o custo de uma moeda comum (Krugman, 1991).

A criação de uma moeda comum para os países de uma zona monetária tem outras vantagens, desde já porque a moeda permite evitar a dupla incidência de

“desejos”, facilita as transacções, é instantaneamente reconhecido e quanto maior o número de pessoas que aceita a moeda, mais útil esta se torna (Baldwin & Wyplosz, 2009). Isto confirma que a adopção de uma moeda comum é útil, pois esta é reconhecida e aceite por mais pessoas, podendo dizer que o benefício marginal de uma área monetária é positiva e decrescente com a dimensão desta, uma vez que quanto maior a área, maior a utilidade da moeda (Baldwin & Wyplosz, 2009). Em todo o caso, também o benefício marginal diminui com o alargamento da zona monetária, isto porque o benefício adicional é cada vez menor (Baldwin & Wyplosz, 2009). Para além dos benefícios também existem custos associados à dimensão da área monetária, pois quanto maior esta, maior o nível de diversidade económica e política que existe entre os estados-membros (Baldwin & Wyplosz, 2009). Esta maior diversidade leva a um custo mais elevado, uma vez que com a adopção de uma moeda única os países membros perdem a sua política monetária, passando esta a ser conduzida por um banco central único (Baldwin & Wyplosz, 2009). Contudo este não poderá ter em atenção as particularidades de cada estado, o que provocará alguma insatisfação por parte dos países (Baldwin & Wyplosz, 2009).

O principal custo da criação de uma união monetária é a perda das políticas monetárias e cambiais nacionais, uma vez que estas políticas permitem em caso de surgimento de perturbações fazer face a estas, de modo a atenuar os impactos destes choques, principalmente dos choques assimétricos (Barbosa et al., 1998 e de Grauwe, 2009). Isto significa que as políticas cambiais e monetárias são relevantes para agir aquando de um choque assimétrico, podendo este ser induzido pela diversidade económica e política entre países, não surgindo, por isso, em todos os estados da união monetária (Barbosa et al., 1998, Baldwin & Wyplosz, 2009 e de Grauwe, 2009). Logo, o banco central comum não terá muitas formas de agir, uma vez que a política monetária é única e alterações nesta iriam afectar todos os países e não apenas aquele prejudicado pelo choque, o que poderia ser desfavorável para os outros estados-membros (Barbosa et al., 1998, Baldwin & Wyplosz, 2009 e de Grauwe, 2009).

Assim, torna-se importante avaliar em que contextos a probabilidade de ocorrência de choques assimétricos é mais elevada, de modo a perceber quando é que a adopção de uma moeda única será mais favorável, constatando-se que existem

perspectivas distintas (de Grauwe, 2009). A visão da Comissão Europeia (1990) considera que quanto maior a abertura de um país em relação aos outros da união, menor a probabilidade de choques assimétricos, uma vez que os estados estão integrados, havendo uma maior facilidade de transmissão de choques, logo o custo de uma moeda comum diminui (Feenstra & Taylor, 2008). Esta visão também defende que os estados-membros que formem uma zona monetária desenvolverão uma produção diversificada, o que significa que os países se dedicam a actividades diversas, e comercializam os mesmos produtos, ou seja, no caso de surgir um choque sobre apenas um certo sector, este irá afectar todos os estados-membros, uma vez que estes produzem e comercializam produtos diversificados e similares (Comissão Europeia, 1990). Assim, segundo esta perspectiva considera-se que uma união monetária proporcionará choques mais similares, o que também se deve à livre circulação, ou seja, esta visão optimista demonstra que um conjunto de países antes da adopção da moeda única poderá não satisfazer os critérios das áreas monetárias óptimas, mas após a formação da união que incentivará o comércio, devido à redução dos custos de transacção, que por sua vez promove a integração económica, os estados-membros poderão vir a satisfazer esses critérios (Comissão Europeia, 1990 e Feenstra & Taylor, 2008). Esta opinião é também partilhada por outros autores que confirmam que uma maior integração comercial entre os países levará a estruturas produtivas similares (Frankel & Rose, 1998, Rose & Engel, 2002, Rose, 2004 e Artis & Zhang, 1997).

No entanto a visão de Krugman (1991) dá a entender precisamente o contrário, ou seja, com a eliminação das barreiras comerciais e uma maior integração, a assimetria é maior, devido à concentração regional das actividades industriais, consoante as vantagens competitivas (Feenstra & Taylor, 2008). Isto implicará uma maior probabilidade de choques assimétricos e por sua vez um aumento do custo da união monetária, uma vez que um choque num certo sector só afectará os estados que se dedicam às actividades desse sector (Krugman, 1991 e Feenstra & Taylor, 2008). Logo, de acordo com a visão de Krugman (1991), uma união monetária originará mais choques assimétricos, mas apesar disso a adesão a uma moeda comum possibilita a obtenção de benefícios líquidos para os países, segundo de Grauwe (2009).

Apesar da integração económica poder levar a uma maior especialização nas actividades industriais, as fronteiras tornam-se cada vez menos relevantes, logo certas

actividades poderão ultrapassar estas, ou seja, os choques assimétricos continuarão a existir, no entanto com a integração económica a eficiência do instrumento cambial é menor, devido ao facto de certos sectores se concentrarem numa região composta por vários países (de Grauwe, 2009). Para além disto constata-se que os serviços estão a ganhar um peso considerável na actividade económica, e como no caso dos serviços a vantagem competitiva não importa muito, não se verificará uma especialização nos serviços por parte dos países (de Grauwe, 2009). Isto significa assim que de um modo geral a adopção de uma moeda comum potencia a integração económica, que por sua vez aumenta a probabilidade de choques simétricos, o que não constitui um problema, tendo em conta as políticas cambiais e monetárias comuns (de Grauwe, 2009).

Percebe-se assim que a preocupação central da adesão a uma moeda única é o surgimento de choques assimétricos, devido à perda das políticas monetária e cambial, mas é possível reagir a esses choques por via de outras formas, como a flexibilidade laboral, a flexibilidade orçamental e o mecanismo de transferência de rendimentos (Barbosa et al., 1998 e de Grauwe, 2009).

A flexibilidade laboral diz respeito à mobilidade laboral e à flexibilidade salarial, sendo que por via destes mecanismos torna-se possível fazer face a choques negativos da procura, cujos efeitos são uma redução do produto e um acréscimo do desemprego (Feenstra & Taylor, 2008 e de Grauwe, 2009). No caso de o choque ser permanente, a migração do país com excesso de oferta de trabalho para aquele com excesso de procura será a resposta para atenuar os efeitos das perturbações (Feenstra & Taylor, 2008 e de Grauwe, 2009). O mecanismo salarial processa-se de modo a que o país afectado pelo choque negativo reduza os seus custos salariais para que consiga melhorar a sua competitividade no mercado internacional (de Grauwe, 2009). Desta forma a criação de uma zona monetária torna-se menos custosa, devido à menor dependência das políticas cambiais e monetárias, significando que para os países com uma maior integração do mercado laboral, a formação de uma união torna-se mais atractiva (Feenstra & Taylor, 2008, de Grauwe, 2009 e Mundell, 1961). Também se pode concluir que quanto maior o nível de assimetria em termos de taxa de crescimento do produto e do desemprego entre os países que pretendem aderir a uma moeda comum,

maior o grau de flexibilidade laboral necessário para tornar uma área monetária economicamente viável (de Grauwe, 2009).

A flexibilidade orçamental é também uma via que facilita o ajustamento no caso de choques económicos, pois esta flexibilidade está associada a níveis mais reduzidos de défices ou dívida pública, o que permite uma maior margem para a implementação de políticas orçamentais mais expansionistas, ou seja, torna possível enfraquecer os impactos das perturbações por via do aumento das despesas públicas, sem que o país se envolva numa situação orçamental desfavorável (Barbosa et al., 1998).

Por último, o mecanismo de transferência de rendimentos torna possível atenuar os efeitos de choques assimétricos, pois constata-se uma transferência dos países da união, que se encontram numa posição mais favorável para o país afectado pelo choque negativo (Baldwin & Wyplosz, 2009, Feenstra & Taylor, 2008, de Grauwe, 2009). Isto poderá processar-se automaticamente por via de um orçamento centralizado em que os países pagam impostos e recebem subsídios a um nível centralizado (de Grauwe, 2009). Desta forma, o estado afectado pelo choque terá um produto mais reduzido e mais desemprego, passando a pagar menos impostos sobre o rendimento (redução das receitas orçamentais) e a receber mais subsídios de desemprego (aumento das despesas orçamentais), o que é compensado pelo maior nível de receitas por via dos impostos sobre um produto mais elevado nos outros países (Baldwin & Wyplosz, 2009 e de Grauwe, 2009), no caso de se verificar que um choque negativo num país melhora a situação em pelo menos um outro país, tal como considera Mundell (1961).

Uma questão relevante para a análise dos custos e benefícios de uma moeda única tem a ver com o grau de semelhança das preferências entre países quanto ao trade-off entre inflação e desemprego (de Grauwe, 2009). Se economias com distintas preferências a este nível decidirem formar uma união monetária terão um custo, pois uma vez que o regime cambial é fixo, o país com uma taxa de inflação mais elevada não poderá desvalorizar a moeda nacional para melhorar a sua competitividade, e as taxas de inflação deverão ser idênticas (de Grauwe, 2009). Friedman (1968) e Phelps (1968) afirmam que a curva de Phillips, que relaciona o desemprego com a inflação, não é estável, sendo que esta é vertical no longo prazo ao nível da taxa de desemprego natural. Isto significa que no longo prazo independentemente da taxa de inflação, a taxa de

desemprego é a taxa de desemprego natural, ou seja, a formação de uma união monetária no longo prazo não implica custos, pois os países não têm incentivo em escolher níveis de inflação distintos, e assim a existência de uma política monetária comum não implica um custo, pois no longo prazo não afectará o nível de desemprego (de Grauwe, 2009). Assim, poderá concluir-se que a divergência ao nível das preferências em termos de inflação e desemprego não deverá ser um motivo para não criar uma moeda única, uma vez que no longo prazo as políticas de inflação e cambiais têm um impacto reduzido ou nulo sobre o produto e o desemprego e no curto prazo é unicamente temporário (de Grauwe, 2009). Esta é principalmente a visão monetarista que também considera que as políticas monetárias nacionais não são eficientes na resposta às perturbações assimétricas, independentemente de serem temporárias ou permanentes (de Grauwe, 2009). No entanto existe a visão Keynesiana que faz referência à importância das políticas monetárias e cambiais, devido à rigidez dos salários e preços, e à falta de flexibilidade do mercado de trabalho (de Grauwe, 2009).

Em relação a diferenças nas taxas de crescimento de produtividade entre os países, no caso de estes formarem uma área monetária não deverão centralizar as políticas de emprego e definir taxas de crescimento dos salários nominais idênticos, pois desta forma o país com menor produtividade ficará prejudicado em termos de competitividade (de Grauwe, 2009). Estas diferenças nas taxas de crescimento de produtividade poderão levar a diferentes taxas de inflação (Balassa, 1964 in de Grauwe, 2009 e Barbosa et al., 1998). No entanto estas tendências distintas em termos salariais e de emprego dificultam os ajustamentos necessários quando surgem perturbações, devido à perda das políticas cambiais (de Grauwe, 2009).

As diferenças que existem ao nível dos mercados financeiros podem-se dever a sistemas legais ou políticas monetárias distintas, que provocam efeitos diversos nos países apesar do choque monetário poder ser simétrico (de Grauwe, 2009). A união monetária poderá eliminar o impacto das políticas monetárias distintas, uma vez que os países que não formem uma zona monetária podem conduzir diferentes políticas monetárias, originando efeitos diversos sobre o produto e os preços em cada país, promovendo choques assimétricos (de Grauwe, 2009). Estes choques serão assim suprimidos com a adopção de uma moeda única em que é conduzida uma política monetária comum por um banco central único (de Grauwe, 2009). No entanto o impacto

dos sistemas legais distintos só poderá ser eliminado por via de uma integração política e não apenas monetária (de Grauwe, 2009).

Assim, constata-se que apesar de uma moeda comum contribuir de uma certa forma para uma menor probabilidade de choques assimétricos, os estados-membros continuam a ter certas características particulares, como políticas de emprego, sistemas legais ou políticas orçamentais distintas, que poderão dar origem a choques assimétricos, sendo por isso defendido a necessidade de uma integração política, de modo a tornar a união monetária sustentável, o que só é possível se os países da união desenvolverem um sentido de comunidade em que todos os estados-membros se sacrificam para um mesmo objectivo (de Grauwe, 2009). Esta necessidade deve-se ao facto de uma união política permitir o desenvolvimento de um sistema de transferência de rendimentos, o que facilita a resposta aos choques assimétricos, e assim a união monetária torna-se menos onerosa para os países (de Grauwe, 2009). Para além disto com a integração política é fundamental que seja desenvolvida uma política orçamental comum e/ou uma forte coordenação das políticas económicas que dificultam o surgimento de choques assimétricos, devido à inexistência de divergências significativas entre os países a estes níveis (de Grauwe, 2009). Contudo, a decisão de centralização orçamental deverá ser tomada com alguma precaução por motivos de problemas de moral hazard (de Grauwe, 2009).

A adopção de uma moeda única tem ainda outras consequências, devido ao facto desta moeda ter uma maior importância nas relações internacionais do que o conjunto das moedas nacionais dos estados-membros, resultando isto em três benefícios (de Grauwe, 2009).

Em primeiro lugar, o facto de uma moeda deixar de ser utilizada apenas a nível nacional, permite que o banco emissor conquiste mais receitas (de Grauwe, 2009). Estas receitas irão beneficiar o governo e indirectamente os consumidores por causa da possibilidade de fazer face às despesas públicas por via destas receitas, facultando a redução dos impostos (de Grauwe, 2009). No entanto as receitas em questão não são muito notáveis (de Grauwe, 2009).

A moeda única também tem a vantagem de se poder tornar uma reserva internacional, facilitando o financiamento da dívida pública (de Grauwe, 2009). Esta

facilidade também tem desvantagens, pois poderá originar dívidas públicas em demasia (de Grauwe, 2009).

Por último, constata-se que uma moeda internacional promove um acréscimo dos fluxos financeiros para o mercado nacional, existindo um maior incentivo de investimento nessa moeda comum, que tem um peso relevante a nível internacional (de Grauwe, 2009). Contudo para se verificar isto nem sempre é necessário ou suficiente a existência de uma moeda internacional (de Grauwe, 2009).

O grau de satisfação dos critérios de Mundell, de Kenen, de McKinnon, das transferências, da homogeneidade de preferências e da solidariedade, (ou seja, dos critérios associados às teorias incluídas no domínio das áreas monetárias óptimas), permitem avaliar, neste contexto, se um determinado país deverá aderir a uma moeda comum, ou seja, se esta decisão é efectivamente benéfica (Baldwin & Wyplosz, 2009). Contudo, esta avaliação não é tão fácil como parece (Baldwin & Wyplosz, 2009) pelo facto de existirem países que decidem integrar uma zona monetária por outros motivos, como por exemplo pela estabilização da inflação (de Grauwe, 2009) ou por razões não económicas, como objectivos políticos e de segurança (Feenstra & Taylor, 2008), ou seja, mesmo que os critérios não sejam satisfeitos existem fundamentos de outra natureza para certos países que compensem a não satisfação dos critérios (Feenstra & Taylor, 2008 e de Grauwe, 2009).

O quadro 1 sintetiza os diversos custos e benefícios associados à criação de uma moeda comum a diversos países.

Quadro 1 - Custos e benefícios de uma moeda comum

<u>Custos</u>	<u>Benefícios</u>
Perda das políticas monetárias e cambiais nacionais	Eliminação dos custos de transacção
Maior volatilidade ao nível do produto e do emprego	Eliminação da incerteza cambial
Dificuldade do banco central único atenuar os efeitos de perturbações	Incentivo do comércio e do investimento

assimétricas	
Dificuldade na resposta e ajustamento a uma recessão, após uma crise	Maior transparência dos preços, e consequentemente maior facilidade na comparação destes
Possibilidade de a moeda única se tornar uma reserva internacional poderá originar dívidas públicas em demasia	Aumento da concorrência – consequência da facilidade na comparação dos preços
	Preços reduzidos e convergentes – consequência do aumento da concorrência
	Melhor integração financeira e dos sistemas bancários e de pagamentos
	Redução mais credível da inflação, no caso de países em desenvolvimento com níveis de inflação elevados
	Choques mais similares
	Mais fácil gestão de uma crise
	Conquista de mais receitas por parte do banco emissor
	Possibilidade de a moeda única se tornar uma reserva internacional poderá facilitar o financiamento da dívida pública

2.2. A Zona Euro

2.2.1. Contextualização da Zona Euro

A Zona Euro é actualmente constituída por dezassete países, que trocaram as suas moedas nacionais por uma moeda única, designada por euro, com as políticas monetárias e cambiais dos estados-membros a serem competência de um banco central comum, o Banco Central Europeu (Feenstra & Taylor, 2008). A criação desta união traduz por si só algumas alterações ao nível económico, como uma mudança no enquadramento das políticas macroeconómicas, modificações dos propósitos dessas políticas e na forma de as levar a cabo, principalmente no que diz respeito às questões monetárias e cambiais, e mutação das expectativas e acções dos agentes económicos, devido às transformações no regime económico, que exigem uma adaptação por parte destes agentes (Barbosa et al., 1998). Isto significa que as políticas monetárias e cambiais dos países membros são definidas e conduzidas por instituições comunitárias, e são dependentes reciprocamente (Barbosa et al., 1998). Esta perda das políticas monetárias e cambiais por parte dos estados-membros deve-se ao facto da existência do trilema impossível em que para se aderir a uma moeda única, as taxas de câmbio entre os estados-membros são fixas, e tendo em conta que com a união económica da Europa (União Europeia) se promoveu a mobilidade internacional de capitais, os países da Zona Euro não podem manter a sua autonomia ao nível da política monetária, pois esta não é compatível com a livre circulação de capitais e um regime cambial fixo (Feenstra & Taylor, 2008 e Baldwin & Wyplosz, 2009).

As outras políticas económicas são da responsabilidade dos próprios estados, tendo em consideração a exigência de coordenação entre as políticas dos países da Zona Euro (Barbosa et al., 1998). Isto é, a política orçamental deve ter por base as orientações gerais comunitárias e a política de emprego deve ser coordenada entre os estados-membros com o propósito de desenvolver uma mão-de-obra eficiente e mercados de trabalho flexíveis, de modo a ir ao encontro dos objectivos da Comunidade, que estão relacionados com o sentido de um mercado aberto e de livre concorrência (Barbosa et al., 1998). Estes objectivos baseiam-se em primeiro lugar na estabilidade de preços na Zona Euro (objectivo principal), sendo que as instituições comunitárias pretendem também prestar apoio às outras políticas económicas dos estados-membros, isto é

incentivar um crescimento duradouro, uma reduzida taxa de desemprego, uma união social e também uma convergência e cooperação entre os países da união monetária em questão (Barbosa et al., 1998).

Assim, a formação de uma união monetária implica algumas mudanças e ajustamentos por parte dos estados-membros, ou seja, exige-se que determinadas condições sejam satisfeitas, tal como se constata no caso da Zona Euro, sendo estes critérios de convergência nominal e do domínio institucional (Barbosa et al., 1998). Os critérios de convergência nominal incluem a estabilidade de preços, sustentabilidade das finanças públicas, participação no Mecanismo Europeu de Taxas de Câmbio e convergência das taxas de juro de longo prazo (Barbosa et al., 1998 e Feenstra & Taylor, 2008).

O critério de estabilidade de preços define que a taxa de inflação de um país não deverá ultrapassar em mais de 1,5 pontos percentuais a média das taxas de inflação dos três países com níveis mais reduzidos (Barbosa et al., 1998 e Feenstra & Taylor, 2008).

Em relação à condição de sustentabilidade das finanças públicas, esta explicita os limites de dívida e défice público para que se possa evitar défices orçamentais excessivos, sendo estes respectivamente de 60% e 3% do valor do PIB, havendo algumas excepções em que os países poderão exceder estes valores definidos (Barbosa et al., 1998 e Feenstra & Taylor, 2008). Esta disciplina fiscal tem uma posição considerável no caso de uma união monetária, pois nesta situação constata-se uma maior integração financeira, o que se deve, por exemplo, à eliminação do risco cambial, o que poderá facilitar as condições de financiamento, estimulando, por vezes, um acréscimo do endividamento (Barbosa et al., 1998). Isto demonstra a importância da disciplina fiscal, porque os limites impostos poderão atenuar situações de endividamento excessivo que podem ser prejudiciais (Barbosa et al., 1998). Para além desta justificação também o facto de as políticas orçamentais de um determinado país poderem afectar outros, dependendo do tamanho desse país, do carácter das políticas, da atitude dos outros países perante estas e da apreciação do nível de sustentabilidade da política fiscal conduzida, é considerado como um argumento para a definição de regras orçamentais na Zona Euro (Barbosa et al., 1998).

Para que um determinado país possa entrar na Zona Euro também terá durante dois anos consecutivos respeitar a paridade central, podendo apenas verificar-se

variações dentro das margens de flutuação e não existindo alteração da taxa de câmbio central bilateral da moeda doméstica relativamente à moeda de um outro país (Barbosa et al., 1998 e Feenstra & Taylor, 2008).

Relativamente às taxas de juro nominais de longo prazo, a média destas durante um ano não deverá superar em mais de dois pontos percentuais a média dessas mesmas taxas de juro dos três países com melhor desempenho ao nível da estabilidade da inflação (Barbosa et al., 1998 e Feenstra & Taylor, 2008).

No que diz respeito aos critérios de domínio institucional define-se que é essencial que haja uma harmonia entre a legislação nacional dos estados-membros e aquilo que está na base da Zona Euro, como o objectivo primário de estabilidade de preços (Barbosa et al., 1998).

Estas condições necessárias para a adesão e algumas para a manutenção no projecto da moeda comum implicam taxas de inflação e de juro nominais de longo prazo próximas entre os países (Feenstra & Taylor, 2008). Estas existem devido às tendências inflacionárias distintas, pois no caso de um país com um nível de inflação elevado pretender entrar na Zona Euro terá que desenvolver um esforço de convergência, de modo a satisfazer os critérios e a comprometer-se a estes, evitando pressões sobre o BCE para conduzir políticas monetárias menos exigentes, que poderiam reflectir-se em níveis de inflação cada vez mais elevados, o que poria em causa o objectivo de estabilidade de preços (Barbosa et al., 1998 e Feenstra & Taylor, 2008). Assim com a definição das condições referidas, o que se constata é a convergência dos níveis de inflação dos estados-membros (Feenstra & Taylor, 2008). No entanto, a inflação também tem causas fiscais, o que leva à necessidade de disciplina orçamental para que se possa evitar patamares de inflação demasiado elevados, uma vez que se um determinado país com um endividamento considerável entrar na Zona Euro, este como tem um elevado risco de dívida, o que dificulta a obtenção de financiamento, irá pressionar o BCE para a obtenção deste, o que só será possível a partir da emissão de moeda (aumento da oferta de moeda na economia), o que origina inflação (Feenstra & Taylor, 2008). Para evitar estas pressões estabeleceu-se a interdição de financiamento monetário por via da monetarização dos défices e dívida pública, e a cláusula de ‘no bail-out’ em que nem a Comunidade nem os outros países da Zona Euro se poderão responsabilizar pelas dívidas de um determinado estado-membro (Barbosa et al., 1998 e

Feenstra & Taylor, 2008). Para além disto ao BCE não está permitido desempenhar o papel de financiador de última instância (Barbosa et al., 1998 e Feenstra & Taylor, 2008).

Com a adopção do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) em 1997 (Feenstra & Taylor, 2008) e a sua implementação em 1999 tentou-se reforçar a disciplina fiscal na Zona Euro, determinando que as finanças públicas dos estados-membros deverão estar equilibradas ou excedentárias no médio prazo, de modo a terem margem para investir, por exemplo, em reformas do sistema de segurança social e programas de saúde, o que terá cada vez mais importância devido ao envelhecimento demográfico que se está a presenciar em alguns países da Zona Euro, sem entrar em endividamentos avultados, o que torna a restrição do défice público um limite passivo (Barbosa et al., 1998). No entanto este Pacto foi bastante criticado, sendo que se desejava mais flexibilidade, uma vez que uma política fiscal demasiado restritiva poderá ter efeitos contra-produtivos numa situação de crise (Alves & Afonso, 2007). Assim, surgiu em Março de 2005 o “novo” PEC, que pretendia mais flexibilidade sem por em causa a manutenção da disciplina fiscal (Alves & Afonso, 2007). Para isso introduziram-se algumas alterações como: o alargamento do período de correcção dos défices excessivos; atribuição de uma maior importância à variável dívida pública em percentagem do PIB, de forma a avaliar a sustentabilidade da posição orçamental no médio e longo prazo; extensão das conjunturas em que não se efectua a aplicação automática das sanções; aceitação de dívidas públicas que justificam o não cumprimento do limite do défice público; incentivo para o aproveitamento de fases económicas favoráveis para reorganizar a situação orçamental (Alves & Afonso, 2007). Estas alterações possibilitaram uma maior margem de manobra em situações de ocorrência de choques (Alves & Afonso, 2007).

Em 2012, 25 países da UE assinaram o Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governação na União Económica e Monetária (Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governação na União Económica e Monetária, 2012). Este pacto orçamental introduz uma nova regra de disciplina orçamental, a qual define que os estados-membros não podem deter um défice estrutural em percentagem do PIB superior a 0,5%, e uma dívida pública superior a 60% do PIB (Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governação na União Económica e Monetária, 2012). Esta

regra tem que ser transposta para os ordenamentos jurídicos de cada estado (Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governação na União Económica e Monetária, 2012). Também introduz um mecanismo de correcção, que é adoptado pelos países para atenuar os desvios em relação ao objectivo de médio prazo, num período limitado (Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governação na União Económica e Monetária, 2012). Assim, este tratado tem como objectivo fomentar a disciplina orçamental por via da implementação de limites e sanções, fortalecer a coordenação de políticas económicas e melhorar a governação da Zona Euro (Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governação na União Económica e Monetária, 2012).

2.2.2. Custos e benefícios para a Zona Euro: expectativas e resultados

Esperava-se que a adopção do euro levasse à eliminação dos custos de transacção, o que beneficiaria assim os estados-membros por via da promoção do comércio (Barbosa et al., 1998). Este benefício teria mais relevância nos países com flutuações cambiais mais acentuadas, com maiores fluxos comerciais com outros estados da UE, e para países cuja moeda nacional não fosse muito utilizada nas relações internacionais, e cujos serviços cambiais nacionais não fossem muito eficientes (Barbosa et al., 1998). Esta eliminação também deveria permitir uma maior facilidade na comparação de preços entre os estados-membros, o que deveria levar a uma convergência dos preços (Barbosa et al., 1998, de Grauwe, 2009 e Baldwin & Wyplosz, 2009).

A eliminação da incerteza cambial é também uma vantagem para a Zona Euro, uma vez que tenderá a incentivar o comércio e o investimento nos estados-membros, e para além disso as flutuações cambiais têm vários inconvenientes (Barbosa et al., 1998). Estas desvantagens dizem respeito à segmentação dos mercados, à discricionariedade na redistribuição dos rendimentos e às alterações das condições de concorrência, que poderão promover movimentos cambiais por parte dos países para melhorar a competitividade, e consequentemente políticas proteccionistas, o que não se adequa ao conceito de Mercado Único (Barbosa et al., 1998).

Um outro benefício da Zona Euro é o objectivo de manutenção da estabilidade de preços, uma vez que a inflação tem custos, provocando uma redução do bem-estar dos agentes e do crescimento económico, e estudos sugerem que este objectivo permite a diminuição dos valores e da divergência das taxas de inflação (Barbosa et al., 1998). Os custos da inflação baseiam-se em custos da inflação esperada e não esperada (Barbosa et al., 1998). Os custos da inflação esperada estão associadas ao facto de os agentes económicos deterem menos moeda do que desejam, provocando assim uma perda do poder de compra no caso de inflação, e à necessidade de rever os preços quando ocorre a inflação prevista (Barbosa et al., 1998). No caso de inflação inesperada, esta resulta em alterações na distribuição do rendimento e riqueza, uma vez que determinados valores nominais, como preços e activos não se encontram indexados à taxa de inflação, logo a ocorrência de inflação não esperada irá afectar os valores reais (Barbosa et al., 1998). A inflação desta natureza também tem um outro impacto, uma

vez que esta torna os preços mais instáveis, o que dificulta a transmissão de informação relevante para a tomada de decisão por parte dos agentes económicos, deteriorando a qualidade da afectação de recursos (Barbosa et al., 1998). A incerteza também é um efeito que acresce com a inflação não esperada, provocando um impacto desfavorável no que diz respeito às decisões em termos de poupança, consumo e investimento, pois esta inflação poderá, por exemplo, aumentar o prémio de risco, tornando o custo real de financiamento mais elevado (Barbosa et al., 1998).

Para a obtenção do objectivo da estabilidade dos preços, é necessário que o banco central da união monetária tenha reputação de baixas taxas de inflação e que seja independente, ou seja, as autoridades monetárias devem ser independentes dos políticos, uma vez que estes se concentram mais nos ganhos de curto prazo, devido às eleições, tornando o processo de decisão por parte destes pouco eficiente (Barbosa et al., 1998 e de Grauwe, 2009). No caso da Zona Euro, o BCE é independente, o que fomenta taxas de inflação mais reduzidas, uma vez que o BCE é politicamente independente e o financiamento dos défices públicos por via da emissão monetária não se verificará com muita probabilidade (Barbosa et al., 1998). Esta independência é importante para a credibilidade de manutenção da estabilidade dos preços do BCE, mas não suficiente (Barbosa et al., 1998).

Considera-se que a adopção de uma política monetária e cambial única, e a coordenação das políticas económicas tenderá a reforçar a probabilidade de choques simétricos (Barbosa et al., 1998).

A flexibilidade de preços constitui um mecanismo de atenuar os impactos dos choques (Barbosa et al., 1998), mas segundo o estudo de Bayoumi & Thomas (1995) deduz-se que com a adopção do euro a flexibilidade de preços relativos torna-se limitada, devido à rigidez cambial (Barbosa et al., 1998).

A integração dos mercados financeiros que se espera com a criação da Zona Euro poderá permitir a ‘suavização’ do consumo e do rendimento, originando assim uma ‘partilha de risco’ que facilita o mecanismo de ajustamento (Barbosa et al., 1998). Também poderá facilitar as transmissões das perturbações entre os estados-membros, originando um maior grau de simetria entre estes (Barbosa et al., 1998).

A adopção do euro tornará as políticas orçamentais nacionais importantes no processo de ajustamento, sendo este último realizado, principalmente, por via dos estabilizadores automáticos (Barbosa et al., 1998). O seu efeito não é idêntico em todos os estados-membros, porque depende do grau de abertura do país, dos impactos sobre a poupança, e o nível de rigidez nos mercados de bens e serviços e dos factores de produção, sendo que, por exemplo, numa pequena economia aberta os impactos dos estabilizadores automáticos não são tão intensos, devido à propagação para o exterior de uma parcela dos efeitos (Barbosa et al., 1998). Para que os estabilizadores sejam compatíveis com as restrições do PEC é necessário que o estado-membro defina um valor de referência inferior ao valor limite, ou seja, inferior ao valor de um défice de 3% do PIB, de modo a que num momento de recessão estes estabilizadores tenham margem para estimular a economia (Barbosa et al., 1998). Assim, no médio prazo os saldos orçamentais devem estar próximos do equilíbrio ou superavitários, permitindo uma maior flexibilidade da política orçamental e evitar que esta seja pró-cíclica (Barbosa et al., 1998).

O euro poderá tornar-se gradualmente uma moeda internacional, sendo necessária a estabilização do euro e uma maior integração financeira para que os agentes económicos aceitem o euro como moeda internacional, substituindo o dólar (Barbosa et al., 1998). Isto origina diversos ganhos, como a geração de oportunidades para as instituições monetárias dos estados-membros da área do euro, pois existe mais interesse em investir em euros, e a redução dos impostos por via do aumento das receitas do emitente com o uso do euro noutros países (de Grauwe, 2009). Existem estudos que comprovam que o uso da moeda única na Europa Central e Oriental gera receitas para as pessoas da área do euro (de Grauwe, 2009). Para além disto vários bancos centrais externos detêm o euro como moeda reserva (Feenstra & Taylor, 2008 e de Grauwe, 2009), o que tem como vantagem a facilidade de financiamento dos défices públicos (de Grauwe, 2009). Com o euro como moeda internacional, os custos de intermediação financeira diminuirão, pois um peso considerável das transacções é realizado em euros (Barbosa et al., 1998). A desvantagem que poderá existir será um menor controlo sobre a política monetária na Zona Euro, devido ao facto do sistema

monetário internacional se caracterizar pela liberdade de circulação dos capitais e um regime cambial não totalmente flexível (Barbosa et al., 1998).

Apesar das expectativas identificadas, anteriormente, constatou-se que o ganho que se obtém apenas com a eliminação dos custos de transacção não é muito significativo e a existência de sistemas de pagamentos não completamente integrados agrava esta situação (de Grauwe, 2009). Assim, na Zona Euro criaram-se regulações, de modo a igualar as comissões exigidas ao nível dos serviços de pagamentos nacionais e entre os estados-membros, o que deu origem ao Conselho Europeu de Pagamentos e à Área Única de Pagamentos em Euros (SEPA) (de Grauwe, 2009).

Na Zona Euro constata-se também uma divergência significativa em termos de preços entre os países (de Grauwe, 2009), e de acordo com os estudos de Wolszczak-Derlacz (2008) e da Comissão Europeia (2004) averiguou-se a convergência de preços apenas até ao momento da criação da Zona Euro (de Grauwe, 2009). Para este estudo de Wolszczak-Derlacz (2008) foram considerados muitos produtos de supermercado na amostra, e constatou-se que os preços destes produtos nos vários estados-membros eram distintos, devido aos custos de transacção. Esta divergência de preços também se verifica no caso dos produtos electrónicos, também incluídos na amostra, por causa da natureza diferenciada dos produtos, dificultando a comparação (Wolszczak-Derlacz, 2008). Assim, considera-se duvidoso que o euro leve à convergência de preços entre os estados-membros, mas no caso de isto acontecer será por causa da integração noutras áreas que esta moeda comum proporcionará, que aproximará os países a nível político, legislativo e das regulações e desenvolverá efeitos dinâmicos (de Grauwe, 2009).

A supressão da variabilidade cambial, anteriormente referida, deveria levar a um aumento da taxa de crescimento do output temporariamente, segundo a teoria neoclássica (de Grauwe, 2009). No entanto na Zona Euro isso não se verificou, tal como também não se constatou o efeito inverso, o que comprova que a moeda e as instituições monetárias não têm efeito sobre as variáveis reais no longo prazo, como por exemplo o crescimento económico (de Grauwe, 2009). Este resultado deve-se ao facto da eliminação da incerteza cambial não ter reduzido suficientemente a taxa de juro real, sendo que nos países em que esta redução foi efectivamente suficiente, como no caso da Espanha e da Grécia, a economia cresceu mais (de Grauwe, 2009).

Tal como foi indicado, esperava-se que a adopção do euro incentivasse o comércio entre os estados-membros por via da eliminação dos custos de transacção e da incerteza cambial (Barbosa et al., 1998, de Grauwe, 2009 e Baldwin & Wyplosz, 2009). Apesar de alguns autores não defenderem este efeito de uma união monetária, Nitsch & Pisu (2008) demonstram que o euro permitiu a redução dos custos fixos e variáveis das empresas exportadoras. Isto levou a um acréscimo do comércio entre os países da Zona Euro e a uma maior disponibilidade de produtos em cada estado-membro, aumentando assim o bem-estar dos agentes económicos (de Grauwe, 2009).

O comércio está associado à abertura dos países, constatando-se que apesar de existirem divergências no que diz respeito ao grau de abertura, a maioria dos países europeus encontra-se bem integrada, principalmente, os de menor dimensão, o que comprova a verificação do critério de McKinnon e demonstra que nos países com estas características a perda das políticas cambiais não é muito relevante, devido ao facto de esses países não terem muita capacidade para efectuar mudanças ao nível dos preços dos produtos nacionais nos mercados internacionais (Baldwin & Wyplosz, 2009, Feenstra & Taylor, 2008, de Grauwe, 2009, Horváth, 2005; 2007 e McKinnon, 1963). Constata-se também que a integração económica com a criação da Zona Euro tornou a produção de cada estado-membro mais diversificada, satisfazendo assim o critério de Kenen (Baldwin & Wyplosz, 2009 e Kenen, 1969). No entanto existem casos na Zona Euro, como a Itália e a Grécia, que apesar da sua reduzida abertura em relação aos outros estados-membros consideraram que a adesão ao euro seria benéfica, e que a perda das políticas monetárias e cambiais não seria muito onerosa (de Grauwe, 2009). Alguns países da Europa Central decidiram entrar na Zona Euro por motivos de estabilização de preços e cambial (de Grauwe, 2009).

A simetria dos ciclos económicos dos países da UE foi considerável, apesar de se verificarem valores distintos entre os vários países e não se ter constatado uma tendência de aumento do nível de simetria entre 1960 e 1995 (Barbosa et al., 1998). A similaridade em termos da estrutura de produção entre os países torna a probabilidade de ocorrência de choques assimétricos menor, tal como se demonstra a partir do critério de Kenen (Kenen, 1969). No caso da UE constata-se uma menor similaridade na Letónia e Dinamarca, que são países que não aderiram à moeda única, mas também

existem países com um elevado grau de simetria que também não pertencem à Zona Euro, como a República Checa, Reino Unido e Hungria (Horváth, 2005; 2007). Ao longo da década de 80 e 90 evidenciou-se um aumento na integração dos países da Europa e uma maior aproximação das tendências cíclicas, demonstrando que a integração económica permite um acréscimo da similaridade entre os países (Artis & Zhang, 1997). Esta relação entre a simetria e a integração económica também se comprova por via do estudo de Aiginger & Leitner (2002) que confirmou a redução da concentração regional das actividades económicas nos estados-membros da UE.

Os choques assimétricos também poderão surgir devido a políticas monetárias distintas, o que é possível ultrapassar com a criação de uma união monetária no caso de serem choques da procura que são temporários (de Grauwe, 2009). Conclui-se que em diversos países que não pertencem à Zona Euro, como a República Checa, Letónia e Lituânia verificaram-se correlações negativas entre os choques da procura destes países e os da Zona Euro, sendo que com a adopção do euro esta correlação negativa será eliminada, o que não se verifica no caso de choques da oferta, que são permanentes (Korhonen & Fidrmuc, 2001 in de Grauwe, 2009). A Zona Euro permitiu eliminar algumas diferenças entre os sistemas financeiros dos estados-membros, que originavam efeitos assimétricos, com a implementação de uma política monetária única (de Grauwe, 2009).

No que diz respeito aos choques, segundo os estudos de Bayoumi & Eichengreen (1993), Funke (1995), e Bayoumi & Eichengreen (1996) os choques da oferta agregada foram sentidos com maior intensidade e menos correlacionados no Reino Unido, Itália, Espanha, Portugal, Irlanda e Grécia em relação àquilo que se averiguou na Alemanha, França, Bélgica, Holanda e Dinamarca (Barbosa et al., 1998).

Com a distinção de choques da procura monetários e não monetários conclui-se que a sincronização dos choques só existe na Alemanha e na Suíça, sendo que Portugal, Grécia, Itália, Noruega e Suécia são países com um nível de correlação dos choques reduzido (Chamies et al., 1994 in Barbosa et al., 1998).

Estudos mais recentes demonstram que apesar de algumas excepções são os países com adesão à UE mais recente e os países que decidiram não aderir imediatamente à União Económica e Monetária, que sofrem de mais choques assimétricos e cujas políticas cambiais nacionais são relevantes (Horváth, 2005; 2007).

Mesmo que surja uma perturbação assimétrica, Erkel-Rousse & Méltiz (1995) e Canzoneri et al. (1996) concluem que para a maioria dos países da UE as políticas monetárias nacionais não são muito eficientes, pois não têm muito efeito sobre variáveis como o produto e o emprego, logo a perda desta política não será um custo muito relevante (de Grauwe, 2009). Entre 1970 e 1985 verificou-se que a política cambial não foi um instrumento muito utilizado como resposta a choques assimétricos (Canzoneri et al., 1996 in Barbosa et al., 1998).

Existem diversos estudos com conclusões distintas em relação à probabilidade de ocorrência de choques nacionais e sectoriais, o que é importante avaliar, uma vez que a política cambial não tem capacidade para atenuar os efeitos de choques sectoriais, mas de um modo geral são os choques sectoriais que mais afectam os países comunitários (Barbosa et al., 1998 e de Grauwe, 2009). Conclui-se também que o grau de sincronização entre as regiões de diferentes países da UE aumentou entre 1966 e 1992 (Fatás, 1997 in Barbosa et al., 1998).

No entanto para avaliar o custo de adopção do euro não é só necessário analisar as tendências em termos de choques e de utilização das políticas monetárias e cambiais no passado, mas também avaliar os efeitos dinâmicos da Zona Euro a estes níveis (Barbosa et al., 1998). Assim, a conclusão em relação à evolução do grau de simetria entre os estados-membros com a formação da Zona Euro é pouco transparente, pois por via do estudo da Comissão Europeia (2008) averiguaram-se fases em que a tendência dos ciclos dos países se aproximava e outras em que a tendência era precisamente contrária.

A flexibilidade do mercado de trabalho, mecanismo para atenuar os efeitos das perturbações, na UE é reduzida, segundo Baldwin & Wyplosz (2009), Barbosa et al., (1998) e Feenstra & Taylor (2008). Esta reduzida flexibilidade no mercado dos factores de produção e também dos produtos na UE demonstram que as políticas monetárias e orçamentais poderão ser relevantes para atenuar os efeitos das perturbações, o que também dependerá da natureza dos choques (Barbosa et al., 1998).

A flexibilidade dos salários também constitui uma forma de atenuar os efeitos dos choques (Barbosa et al., 1998), sendo que em termos médios a UE apresenta um reduzido ajustamento dos salários reais, mas existem estados-membros cuja rigidez

salarial é efectivamente reduzida, demonstrando realidades distintas na UE (Viñals & Jimeno, 1996 in Barbosa et al., 1998).

A Zona Euro também possibilitou uma melhoria na integração dos mercados de capitais, tal como previsto (Feenstra & Taylor, 2008).

De acordo com um estudo da Comissão Europeia (1997) entre 1970 e 1996, alguns países da UE, como a Alemanha, Grécia, Portugal e Bélgica, continuaram a acumular a sua dívida numa fase de expansão, o que comprova a implementação de políticas pró-cíclicas e a tendência para o acréscimo do défice (Barbosa et al., 1998). Quando os países desenvolveram políticas orçamentais de redução e estabilização dos valores dos défices conseguiram promover o crescimento económico (Barbosa et al., 1998).

O mecanismo de transferência de rendimentos, que também é uma forma de responder aos choques que surgem, não existe na UE, sendo que o orçamento desta união é demasiado reduzido para a implementação deste mecanismo, e para além disso é utilizado noutras áreas, como no domínio da Política Agrícola Comum, dos Fundos Estruturais, e das despesas operacionais da Comissão, o que constitui uma forma de apoio às regiões mais desfavorecidas, independentemente de ter ocorrido uma perturbação nestas (Baldwin & Wyplosz, 2009 e Feenstra & Taylor, 2008). Italianer e Vanheukelen (1993) afirmam que a implementação de um mecanismo de transferência de rendimentos idêntica ao dos EUA, em termos de estabilização dos efeitos das perturbações ocorridas, exigiria um crescimento do orçamento centralizado de apenas 0,2% do PIB (Barbosa et al., 1998). Considera-se que a Europa poderá adoptar um mecanismo de transferências num futuro próximo por via da implementação de um imposto europeu, por exemplo, de modo a apoiar os subsídios de desemprego (Baldwin & Wyplosz, 2009).

Para tornar uma área monetária mais vantajosa é importante que se verifique uma homogeneidade de preferências e um sentido de solidariedade entre os estados-membros, sendo que no caso da Zona Euro, os países detêm relativamente preferências distintas, não satisfazendo o critério totalmente, sendo um exemplo desta heterogeneidade parcial, as preferências de inflação distintas entre a Alemanha e a Itália, por exemplo (Baldwin & Wyplosz, 2009). Em relação ao critério de solidariedade constata-se que a Europa não satisfaz totalmente este, sendo que os estados-membros

mais recentes da UE preferem que determinadas decisões sejam tomadas em conjunto numa união, tal como os países mais pobres no que diz respeito às políticas de bem-estar, uma vez que consideram que isto lhes permite obter vantagens financeiras (Baldwin & Wyplosz, 2009). No entanto existem outros países que não vêem muito interesse em desistir da sua soberania em alguns domínios (Baldwin & Wyplosz, 2009).

Os estados-membros da Zona Euro apresentam taxas de inflação distintas, segundo a Comissão Europeia, o que é explicado pelo efeito de Balassa-Samuelson, sendo que nos países com um nível de rendimento mais reduzido, como a Irlanda e a Espanha, presencia-se uma taxa de crescimento da produtividade maior, dando origem a taxas de inflação mais elevadas (Balassa, 1964 in de Grauwe, 2009 e de Grauwe, 2009).

As instituições dos mercados de trabalho dos países da Europa são distintas, o que significa que nalguns casos as instituições são mais centralizadas do que noutras (de Grauwe, 2009). Isto constitui um custo para a Zona Euro, uma vez que estas divergências implicam efeitos distintos sobre os preços e salários mesmo que os estados-membros sejam atingidos por um mesmo choque da oferta, dificultando o ajustamento, tendo em conta a perda das políticas cambiais nacionais (de Grauwe, 2009). Esta divergência será menos significativa com a adopção da moeda única, uma vez que a política monetária é única, logo os níveis de emprego e das taxas de crescimento dos salários dos países aproximam-se (de Grauwe, 2009). No entanto cada estado-membro continua a deter políticas de emprego distintas, não permitindo a eliminação total das divergências entre as instituições dos mercados de trabalho dos diferentes países (de Grauwe, 2009).

Também se constata diferenças no funcionamento dos mercados financeiros entre os países da UE, o que se encontra relacionado com as divergências ao nível dos sistemas legais, e se comprova pelos meios utilizados pelos estados-membros para o financiamento das empresas, que são bastante distintos (de Grauwe, 2009). Assim, quando por exemplo o BCE decide reduzir a taxa de juro, esta política tem efeitos diversos nos países da Zona Euro, sendo estes significativos de acordo com os estudos de Dornbusch et al. (1998), Cecchetti (1999), Maclennan et al. (1999), Peersman & Smets (2001), e Mojon (2000) (de Grauwe, 2009).

A expectativa criada com a criação da União Económica e Monetária está relacionada com a questão do euro se tornar gradualmente uma moeda de elevada importância internacional (Barbosa et al., 1998), sendo que apesar de se averiguar ainda uma grande importância do dólar como moeda internacional, existe uma tendência crescente da utilização do euro como moeda internacional (Lim, 2006).

Em termos de integração política da UE é possível dizer que existem várias áreas em que os países continuam a deter soberania, como no domínio das políticas salariais, do sistema social e da defesa (de Grauwe, 2009). A criação de uma união política é fundamental para a sustentabilidade da Zona Euro, porque permitirá reduzir a probabilidade de ocorrência de choques assimétricos, e responder aos impactos económicos distintos (de Grauwe, 2009). Contudo, para que esta união política se desenvolva é de extrema importância a existência de um propósito comum entre os estados-membros, o que não se constata muito no caso da Europa, dificultando o desenvolvimento da união política (de Grauwe, 2009). E esta dificuldade irá agravar-se com o alargamento da área do euro, pois o sentido de um objectivo comum será enfraquecido (de Grauwe, 2009).

A adesão à Zona Euro criou um outro benefício, pois permitiu os estados-membros gerir melhor as crises de liquidez associadas às crises bancárias que surgiram com a crise financeira de 2007, uma vez que nos países da Zona Euro a maioria dos fundos dos bancos dos estados-membros eram denominados em euros, facilitando a obtenção de liquidez por via do BCE (de Grauwe, 2009). Os outros países tinham muitos depósitos em moeda externa, e como a emissão de moeda externa é limitada, confrontavam-se com uma dificuldade de obtenção de liquidez, de modo a fazer face ao levantamento súbito dos depósitos provocado pela crise bancária (de Grauwe, 2009). Mesmo que um país da Zona Euro necessitasse de liquidez em moeda externa, o BCE detém mais fundos do que um banco central de um determinado país que não pertence à união monetária (de Grauwe, 2009).

2.3. Caso de Portugal

2.3.1. Custos, benefícios e expectativas para Portugal com a adesão ao euro

A entrada de Portugal na União Económica e Monetária teve motivações políticas, considerando-se relevante a presença do nosso país nas decisões europeias (Barbosa et al., 1998). A reduzida importância económica, política e diplomática dos países de dimensão limitada, como o caso de Portugal torna o projecto do euro favorável, pois o euro poderá promover uma maior integração e sustentabilidade da união (Barbosa et al., 1998).

Portugal é um dos países membros da Zona Euro caracterizado pela sua pequena dimensão e elevado grau de abertura, constatando-se que o seu grau de abertura tem vindo a aumentar ao longo dos anos, sendo este mais significativo a partir da entrada na Comunidade Europeia (1986) (Barbosa et al., 1998). A partir de 1986 verificou-se também uma maior intensificação do comércio de Portugal com os outros estados-membros, o que indica que a adesão ao euro por parte deste país terá impactos significativos associados à redução dos custos de transacção (Barbosa et al., 1998). Estas características são vantajosas no caso de adesão a uma moeda única, devido ao facto de tornarem a perda da política cambial menos onerosa (Barbosa et al., 1998). Isto é explicado pela questão de Portugal ser um price-taker no mercado internacional dos bens transaccionáveis, devido à sua dimensão, o que não lhe permite afectar o preço relativo dos bens nacionais em relação aos externos por via da taxa de câmbio nominal de um modo sustentável, tendo em conta a ocorrência de livre concorrência (Barbosa et al., 1998).

Esperava-se que com a adesão ao euro, o nosso país obteria ganhos consideráveis com a eliminação dos custos de conversão (Barbosa et al., 1998). A eliminação destes custos também deveria contribuir para uma maior concorrência entre os estados-membros, e consequentemente para preços mais reduzidos e idênticos, devido à facilidade de comparação de preços com o euro (de Grauwe, 2009).

Em relação aos benefícios com a eliminação da incerteza cambial é sabido que estes são tanto maiores quanto maior o grau de abertura de um país e maior o nível de flutuações cambiais antes da entrada numa união monetária (Barbosa et al., 1998). A partir de 1976 até 1997, as taxas de câmbio nominais de Portugal têm sofrido um grau

de flutuação decrescente, excepto na fase da reunificação da Alemanha, e a partir de 1990 a política cambial portuguesa foi de estabilidade cambial, permitindo antes da formação da Zona Euro obter alguns ganhos relacionados com a redução da incerteza cambial (Barbosa et al., 1998). Os níveis de flutuação da taxa de câmbio nominal portuguesa antes da adesão ao euro encontravam-se numa posição mediana em relação aos outros países (Barbosa et al., 1998).

A flexibilidade dos salários reais tem sido considerada um instrumento de ajustamento relevante em Portugal, ou seja, os salários reais são sensíveis ao desemprego, permitindo a estabilidade da taxa de desemprego em torno de uma taxa de desemprego natural estacionária (Barbosa et al., 1998).

De acordo com a Comissão Europeia e a OCDE existe a possibilidade de o mercado de trabalho português tender para uma maior rigidez em que se verifica uma maior taxa de desemprego, e ainda uma maior duração média da situação de desemprego, o que expressa uma capacidade de ajustamento reduzida por via dos mecanismos associados ao mercado de trabalho (Barbosa et al., 1998). O acréscimo no desemprego foi considerável, principalmente, com o primeiro choque petrolífero, e posteriormente com o 25 de Abril, que originou o retorno daqueles que tinham emigrado para as ex-colónias portuguesas e alterações nas reformas laborais (Barbosa et al., 1998). O aumento desta taxa de desemprego também esteve relacionado com o crescimento do desemprego natural, na perspectiva de vários economistas (Barbosa et al., 1998).

No que diz respeito à mobilidade laboral, Portugal tal como os outros países europeus são pouco flexíveis, o que se deve, principalmente no caso de Portugal, ao elevado nível de protecção do emprego (Barbosa et al., 1998 e Blanchard & Portugal, 1998 in Barbosa et al., 1998). Antes da adesão à Zona Euro vários países desta união introduziram reformas laborais, de modo a flexibilizar o mercado de trabalho, sendo que estas foram implementadas lentamente no caso português (Comissão Europeia, 2008 in de Grauwe, 2009 e de Grauwe, 2009).

Em relação à política orçamental é favorável que esta seja contra-cíclica (Barbosa et al., 1998), mas no caso de Portugal, segundo um estudo da Comissão

Europeia (1997), constata-se que nas fases de expansão económica existe uma acumulação da dívida tal como nas fases de recessão entre 1970 e 1996 (Barbosa et al., 1998). Verifica-se ainda que no ano de 1994, de acordo com a metodologia implementada pela Comissão Europeia (1995), as receitas governamentais sofreram uma maior variação do que as despesas governamentais com alterações do PIB em relação à tendência, ou seja, a estabilização automática ocorria, principalmente, por via das receitas (Barbosa et al., 1998).

Portugal era um país com taxas de inflação consideravelmente elevadas, o que poderia estar relacionado com o facto do banco central não ser suficientemente independente para resistir a pressões políticas de expansão monetária, de modo a obter-se benefícios no curto prazo (Feenstra & Taylor, 2008). Estas taxas elevadas tornaram a adesão ao euro mais vantajosa, pois o BCE é independente, permitindo a manutenção da inflação a níveis reduzidos sem piorar a situação do desemprego ou do produto no longo prazo, uma vez que a inflação não tem impacto real num período mais longo (Feenstra & Taylor, 2008).

Esperava-se que a adesão à Zona Euro por parte de Portugal permitiria a redução das suas taxas de juro reais, pois a perda da política cambial e a promoção de mais estabilidade, diminuiriam os prémios de risco (Barbosa et al., 1998 e de Grauwe, 2009). Isto é favorável pois torna o custo de utilização do capital mais baixo, promovendo assim o investimento e a acumulação de capital privado e público, tendo em conta que as importações portuguesas de capital são superiores às exportações (Barbosa et al., 1998). Esta acumulação de capital fomentaria o acréscimo do nível do produto per capita por via do aumento da produtividade do factor trabalho, que tem efeitos no longo prazo, e o acréscimo do investimento promoveria o aumento da procura com impacto no curto e médio prazo (Barbosa et al., 1998).

A integração financeira de Portugal, processo que se tem vindo a intensificar com a eliminação das barreiras à livre circulação de capitais e serviços, e com a adesão ao Mecanismo Europeu de Taxas de Câmbio, levou também à criação da expectativa de desenvolvimento de instrumentos de ‘partilha de risco’, que atenuariam os impactos de um choque assimétrico que pudesse ocorrer em Portugal, pois os efeitos sobre as taxas

de juro num mercado financeiro integrado seriam irrelevantes (Barbosa et al., 1998). E para além disso as operações de concessão e de obtenção de crédito num mercado integrado e unificado constituem uma forma de ‘suavização’ do consumo (Barbosa et al., 1998).

Assim, a integração financeira de Portugal é um processo relevante para o desenvolvimento deste mecanismo de ajustamento e para tornar a perda da política cambial menos dispendiosa, permitindo um acréscimo dos fluxos de capital entre Portugal e o exterior e da emissão internacional de dívidas nacionais (Barbosa et al., 1998).

Para avaliar o custo da Zona Euro é importante ter em atenção a probabilidade de ocorrência de choques assimétricos, sendo que no caso de Portugal, a evolução do seu ciclo económico se aproximava da evolução do ciclo da UE dos 15 entre 1965 e 1995, o que destaca a influência europeia sobre Portugal, devido à dimensão deste último (Barbosa et al., 1998). Contudo, neste período o ciclo económico português esteve sujeito a uma maior flutuação do que o ciclo europeu, evidenciando aqui uma outra influência para além da europeia, que tem vindo a diminuir ao longo dos anos, o que se encontra relacionado com o maior grau de comércio intra-europeu, que possibilita a facilidade na transmissão dos choques, e com a coordenação de políticas económicas (Barbosa et al., 1998). Isto permite uma maior integração em termos de variabilidade dos ciclos económicos, tornando o projecto do euro menos custoso (Barbosa et al., 1998).

A variação da taxa de câmbio real do escudo entre 1976 e 1990 reduziu, o que demonstra uma diminuição da relevância dos choques assimétricos (Barbosa et al., 1998). Mas com a reunificação alemã, que originou uma crise no Sistema Monetário Europeu, esta variação elevou-se, de um modo razoável (Barbosa et al., 1998).

Relativamente aos choques estruturais da oferta e da procura, constata-se que Portugal se encontra mais correlacionado com países como o Reino Unido, Espanha e Itália, e que entre 1985 e 1995 a similaridade dos choques da oferta de Portugal em relação a outros países tem vindo a perder importância ao contrário do que se verifica em termos de choques da procura (Barbosa et al., 1998). Isto poderá dever-se à redução da relevância de determinados choques da oferta, como os choques petrolíferos, e à

maior simetria das políticas económicas do lado da procura implementadas pelos diversos países (Barbosa et al., 1998).

Tendo em conta os diversos elementos apresentados ao longo deste sub-ponto, o quadro 2 sintetiza as expectativas para Portugal relativamente ao comportamento das principais variáveis macroeconómicas com a participação na moeda única.

Quadro 2 - Resumo das expectativas para Portugal

<u>Variáveis</u>	<u>Expectativa de evolução</u>
✓ Taxa de juro	✓ Redução e convergência
✓ Volatilidade cambial	✓ Eliminação (relativamente à área euro)
✓ Custos de transacção	✓ Redução
✓ Comércio	✓ Aumento
✓ Investimento	✓ Aumento
✓ Integração financeira	✓ Aumento
✓ Bem-estar dos consumidores	✓ Aumento
✓ Preços	✓ Redução, estabilidade e convergência
✓ Dívida pública em percentagem do PIB	✓ $\leq 60\%$
✓ Défice público em percentagem do PIB	✓ $\leq 3\%$
✓ Saldo orçamental	✓ Equilibrado ou excedentário
✓ PIB	✓ Maior crescimento económico e eventualmente maior volatilidade desse crescimento
✓ Custo unitário laboral	✓ Convergência
✓ Taxa de desemprego	✓ Redução
✓ Salários reais	✓ Aumento da flexibilidade
✓ Mobilidade laboral	✓ Aumento

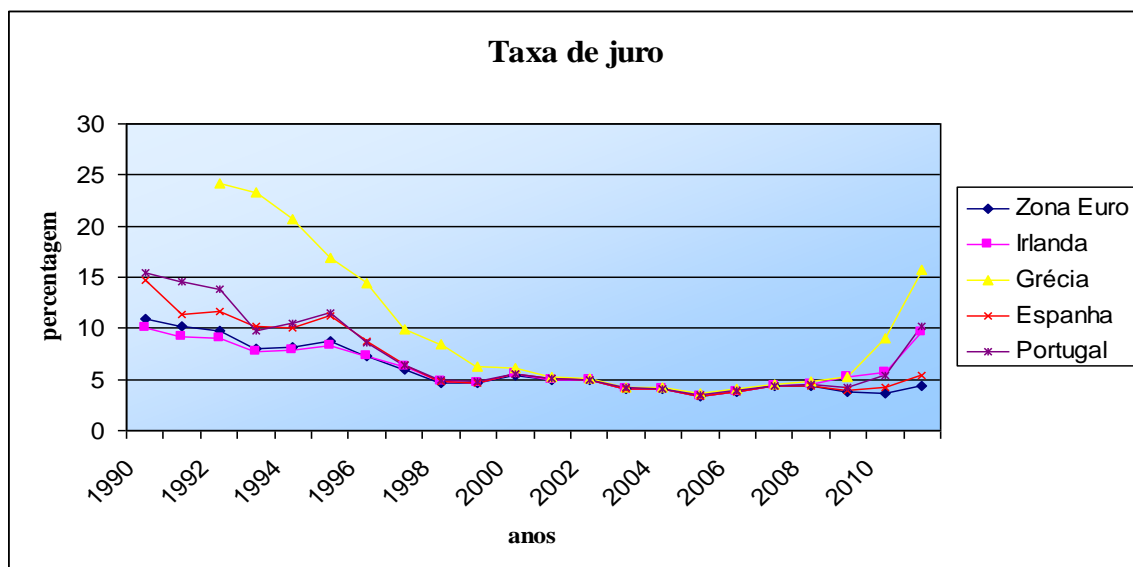
✓ Preços relativos	✓ Flexibilidade limitada
✓ Importância internacional do euro	✓ Aumento
✓ Similaridade dos ciclos económicos	✓ Aumento
✓ Integração na UE	✓ Aumento

3. Evolução macroeconómica portuguesa

3.1. A taxa de juro

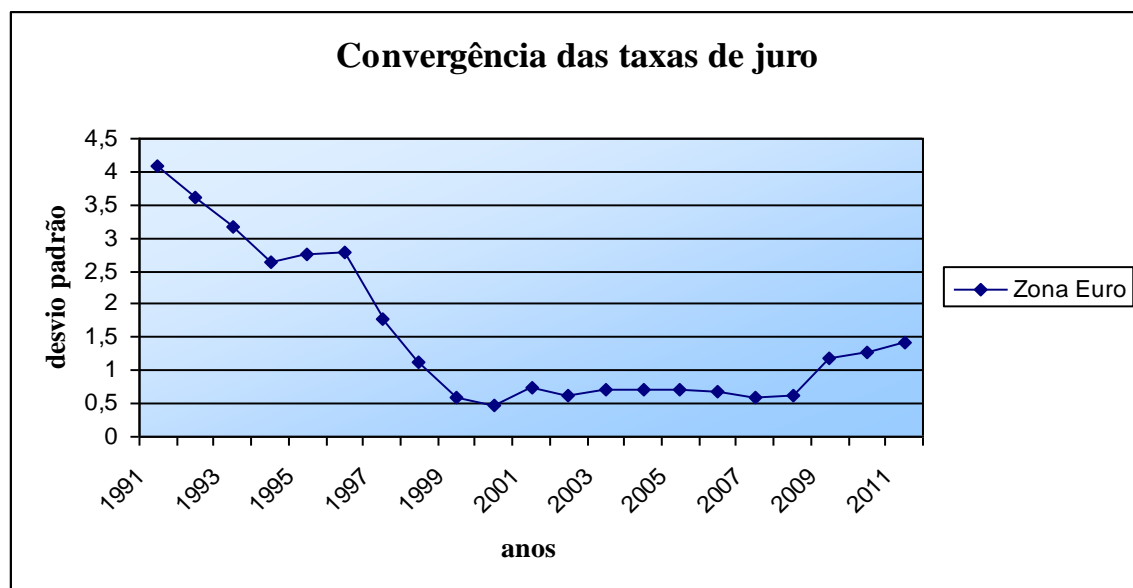
A redução e convergência das taxas de juro constituíam uma expectativa para os estados-membros da Zona Euro (Barbosa et al., 1998), sendo que esta foi efectivamente confirmada no caso de Portugal, uma vez que se constatou uma redução significativa da taxa de juro antes da adesão à moeda única (gráfico 1). Isto deveu-se ao critério de convergência das taxas de juro de longo prazo. A tendência de decréscimo da taxa de juro também está associada à perda da política cambial e à promoção de mais estabilidade, que reduzem os prémios de risco (Barbosa et al., 1998 e de Grauwe, 2009). Esta evolução também se registou na Irlanda, Grécia, Espanha e na Zona Euro como um todo, o que permitiu uma convergência considerável das taxas de juro, ou seja, as taxas de juro dos estados-membros encontravam-se próximas e a um nível reduzido (gráfico 2). No entanto a partir de 2009 em Portugal, e entre 2009 e 2010 nos outros casos, constatou-se uma subida relevante da taxa de juro, o que poderá estar associado às tensões no mercado monetário e financeiro, que surgiram em resultado das preocupações quanto à exposição dos bancos a perdas provenientes das hipotecas de alto risco (sub-prime) nos EUA (Banco Central Europeu, 2008), e posteriormente à crise da dívida soberana (Banco Central Europeu, 2011). Isto levou também a uma maior divergência das taxas de juro dos estados-membros, porque com a crise poderá existir uma maior volatilidade devido à incerteza quanto à perspectiva de evolução do mercado, dificultando assim a convergência das taxas de juro. Julgo que esta situação também decorreu de o mercado finalmente ter reconhecido a existência de níveis diversos de risco de crédito e ter incorporado prémios de risco distintos em conformidade (Afonso & Alves, 2012).

Gráfico 1



Fonte: Eurostat

Gráfico 2



Fonte: Eurostat

3.2. A volatilidade cambial

Com a criação da União Económica e Monetária concretizou-se também a expectativa de eliminação da incerteza cambial no interior da área integrada (Barbosa et al., 1998). Os estados-membros adoptaram uma moeda comum, logo não existe a possibilidade de desvalorizações da moeda nacional para fazer face a perdas de competitividade. Assim, a adesão ao euro por parte dos estados-membros leva a que nas trocas comerciais estes utilizem uma mesma moeda, não havendo perdas ou ganhos cambiais. Como o nosso país é caracterizado por um elevado grau de abertura, os ganhos associados à eliminação da incerteza cambial são relevantes, na linha de perspectiva de Barbosa et al. (1998).

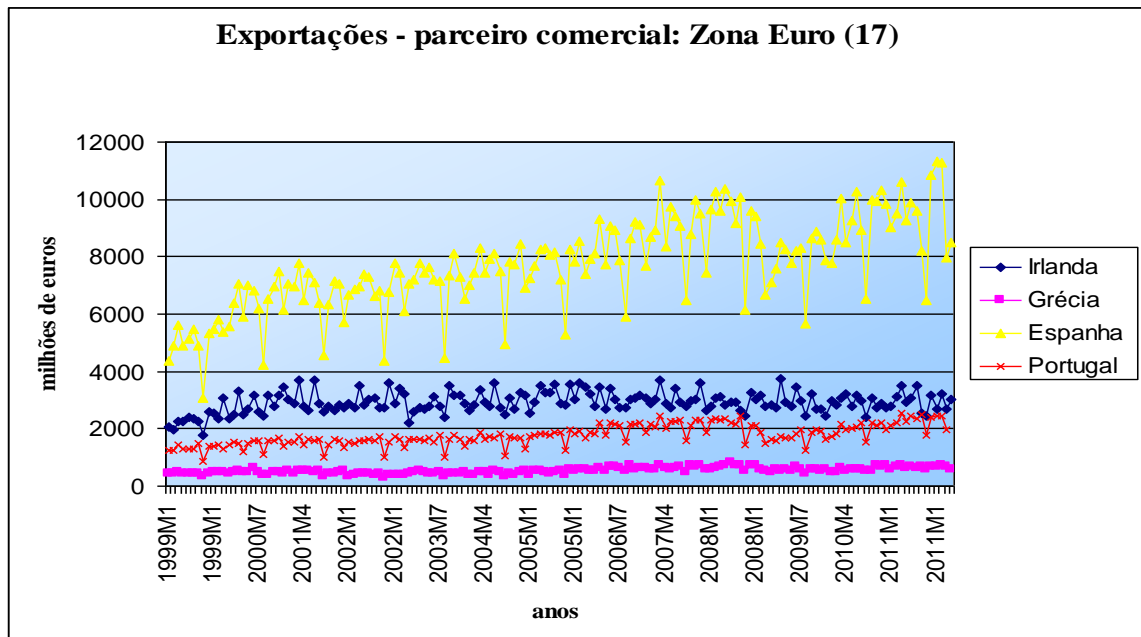
3.3. Os custos de transacção

A existência de uma moeda única na área do euro também reduz os custos de transacção, tal como se esperava e segundo a linha de perspectiva de de Grauwe (2009) para uma união monetária em geral. Isto porque nas trocas comerciais intra-euro deixa de existir a necessidade de efectuar a conversão de uma moeda, e subsequente a isso, o pagamento de comissões, tal como de Grauwe (2009) indicou no caso da adopção de uma moeda comum. A redução destes custos resultou em ganhos consideráveis para Portugal, uma vez que os serviços cambiais eram bastante dispendiosos, o escudo era uma moeda não muito utilizada nas transacções internacionais, e o comércio com os outros estados-membros tem um peso significativo, no quadro do que afirmaram Barbosa et al. (1998). Por outras palavras podemos dizer que o euro eliminou os gastos avultados ao nível dos serviços cambiais dentro da Zona Euro, sendo que estes gastos tinham um grande impacto devido ao elevado nível de trocas comerciais que se estabeleciam entre Portugal e os estados-membros já antes da criação da união monetária.

3.4. O comércio

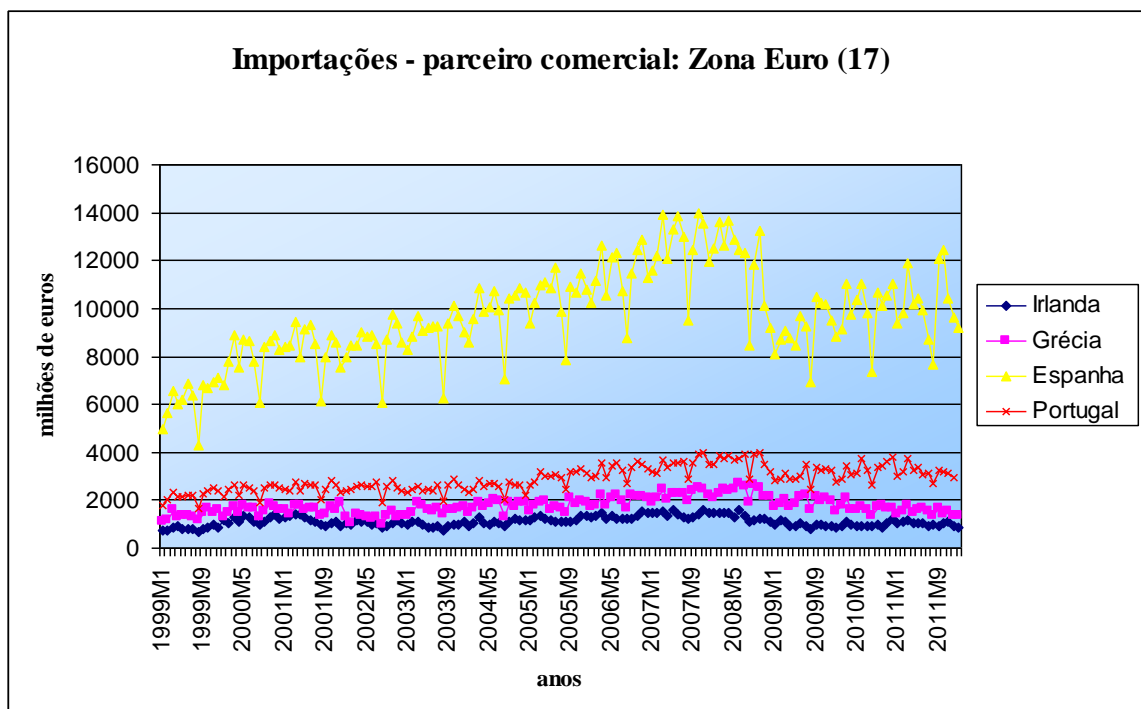
Com esta expectativa de eliminação da incerteza cambial e redução dos custos de transacção, que efectivamente ocorreu, esperava-se também uma promoção do comércio e do investimento em Portugal, segundo a perspectiva de Barbosa et al. (1998). Em relação à evolução do comércio constatou-se que a partir de 1999, ano da criação da Zona Euro, quer as exportações quer as importações portuguesas, tendo como parceiro comercial os países da área do euro, aumentaram até meados de 2008 (gráficos 3 e 4). Após esta data verificou-se uma queda de ambas as variáveis, sendo esta recuperada logo de seguida. Assim, apesar da balança comercial portuguesa ter sido tendencialmente deficitária (gráfico 5), o comércio entre Portugal e a Zona Euro foi estimulado, o que se encontra relacionado com a eliminação da incerteza cambial e a redução dos custos de transacção, tal como já foi referido. Isto porque estes efeitos da adopção de uma moeda comum facilitam o comércio entre os países da união monetária, pois não existe o risco de perdas cambiais e torna-se dispensável a conversão de moedas e o respectivo pagamento de comissões por esse serviço bancário, na linha de perspectiva de de Grauwe (2009). No caso da Espanha também se verificou uma evolução idêntica à de Portugal, sendo o acréscimo das exportações e importações mais significativas, e para além disso durante uma fase bastante extensa a balança comercial espanhola foi mais deficitária que a portuguesa. Em relação à Irlanda é possível dizer que se constatarem fases de crescimento das exportações e importações, e uma balança comercial superavitária. As importações sofreram numa primeira fase um aumento, registando posteriormente uma diminuição. No entanto esta tendência de promoção do comércio foi pouco significativa. Na Grécia averiguou-se uma tendência de acréscimo das importações até meados de 2008, sofrendo posteriormente um decréscimo. No que diz respeito às exportações gregas registou-se um aumento não muito relevante, sendo a balança comercial deficitária de 1999 a 2011.

Gráfico 3



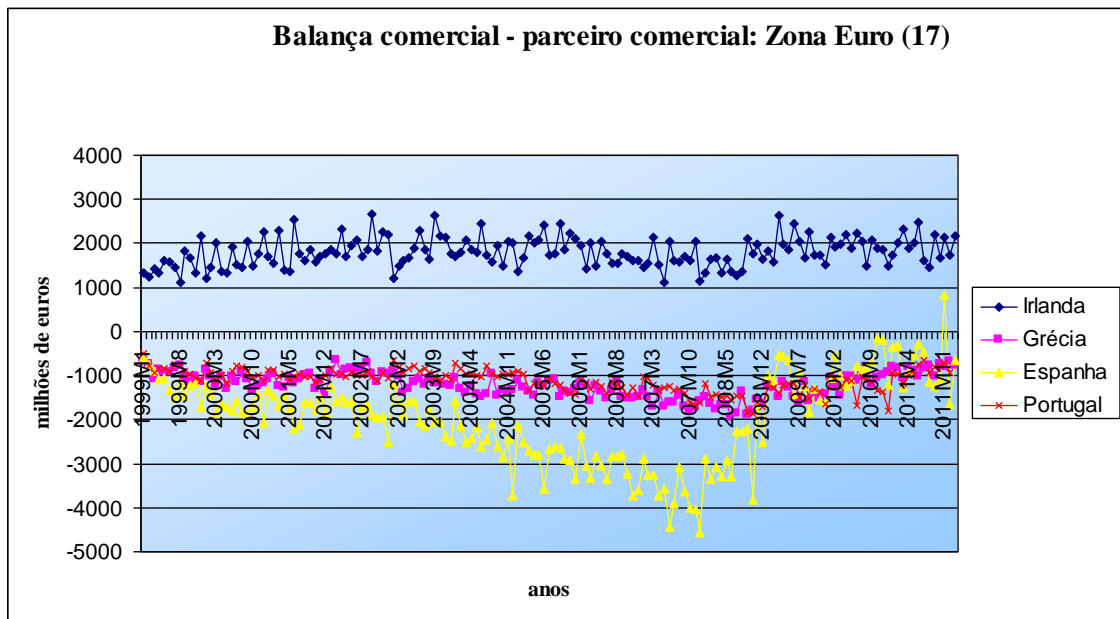
Fonte: Eurostat

Gráfico 4



Fonte: Eurostat

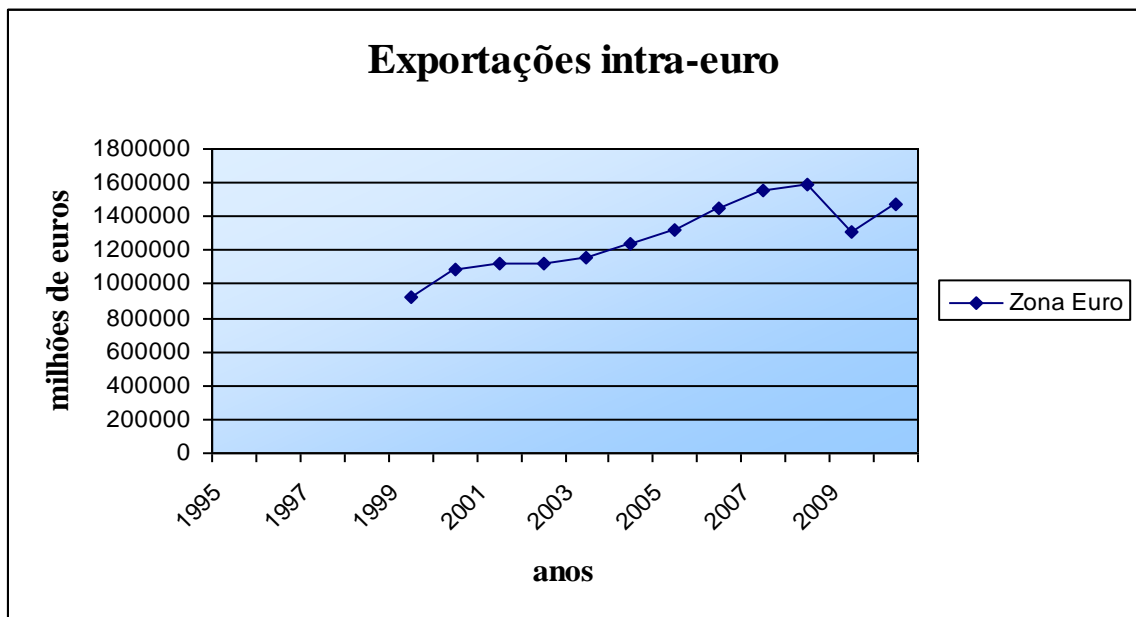
Gráfico 5



Fonte: Eurostat

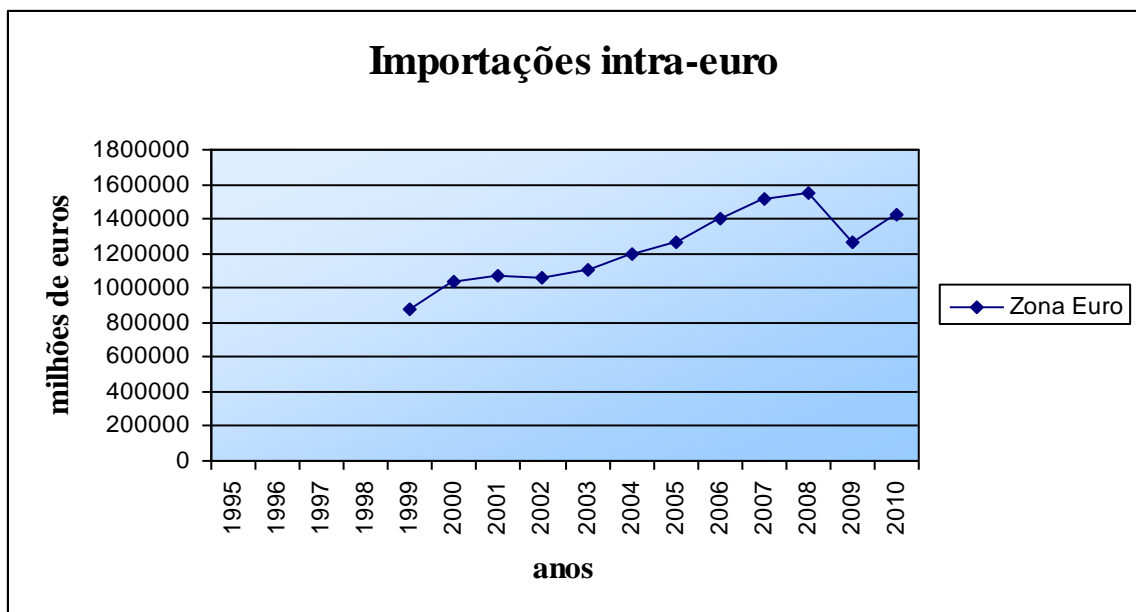
Relativamente ao comércio intra-euro verificou-se que as expectativas se confirmaram uma vez que as exportações e as importações intra-euro tiveram uma mesma tendência evolutiva, constatando-se uma evolução de crescimento até 2008, seguindo-se de uma quebra quer nas exportações quer nas importações (gráficos 6 e 7). O ano 2009 marcou o início de uma nova fase de acréscimo das exportações e importações. A queda que se verificou no comércio em 2008 está relacionada com a ocorrência da crise financeira (Banco Central Europeu, 2009). Esta crise provocou a deterioração da conjuntura externa que implicou a redução das exportações, e também o declínio da procura interna que deu resultado a uma diminuição das importações (Banco Central Europeu, 2009). Isto porque a crise financeira levou a uma redução da procura por parte dos consumidores, o que está associado à perda de riqueza (Congleton, 2009), e assim as importações também diminuíram. Como a economia mundial estava a ser afectada pela crise, as exportações também diminuíram, pois as exportações da Zona Euro ou de um estado-membro específico são as importações de um outro país, e sendo que a procura interna foi reduzida, as importações desse país sofreram um decréscimo.

Gráfico 6



Fonte: Eurostat

Gráfico 7

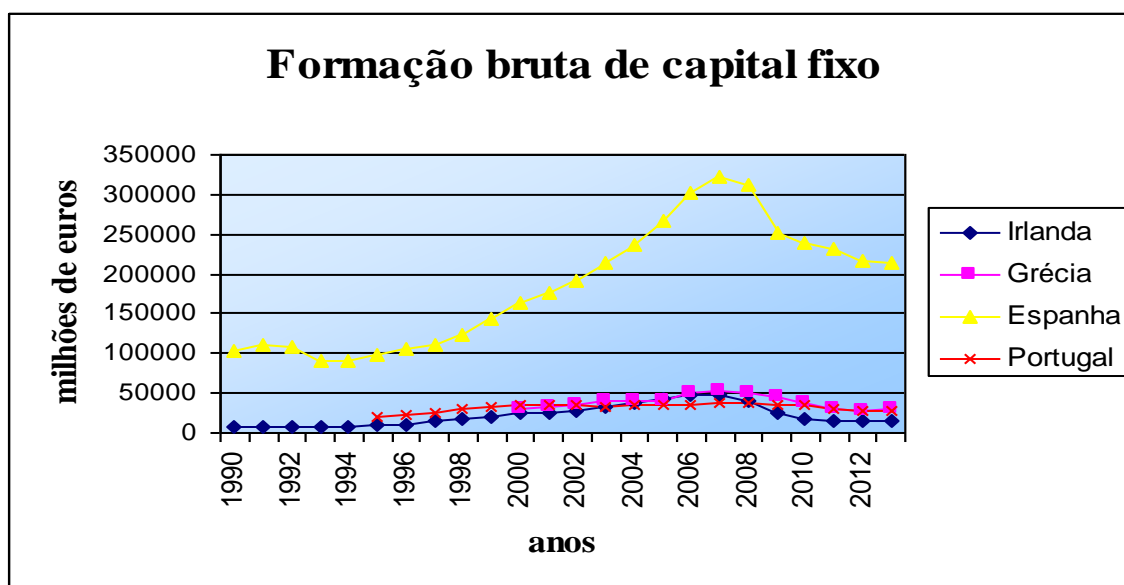


Fonte: Eurostat

3.5. O investimento

Como já foi referido, esperava-se que o investimento também seria promovido com a adesão ao euro. No caso de Portugal constatou-se a partir de 1995 uma tendência crescente do investimento propriamente dito (formação bruta de capital fixo) (gráfico 8). Contudo, esta evolução foi invertida a partir de 2008, ou seja, com o surgimento da crise financeira, podendo afirmar que esta crise não teve um impacto pouco significativo na formação bruta de capital fixo. Esta tendência evolutiva também se verificou nos países como a Irlanda, a Grécia e a Espanha.

Gráfico 8

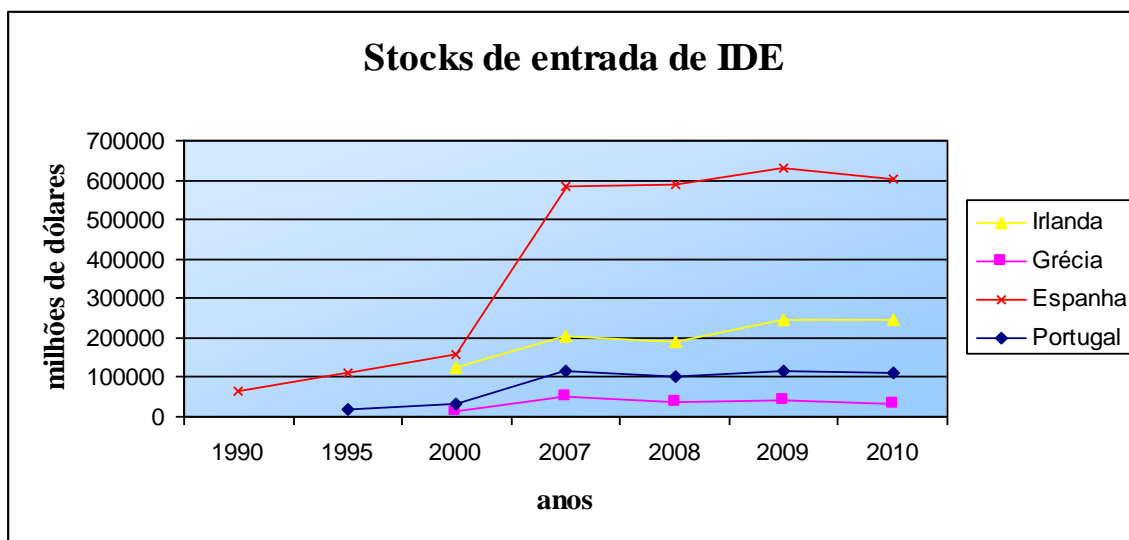


Fonte: Eurostat

Após a criação da União Económica e Monetária, os stocks de IDE aumentaram significativamente, quer os stocks de investimento directo estrangeiro em Portugal (stocks de entrada) quer os stocks de investimento directo de Portugal no exterior (stocks de saída) (gráficos 9 e 10). Apesar desta evolução de acréscimo averiguou-se que esta foi mais considerável para o caso dos stocks de investimento directo estrangeiro em Portugal. Estas variáveis de IDE também aumentaram, de uma forma geral, nos casos da Espanha, da Grécia e da Irlanda, sendo que a Espanha se destaca pelo acréscimo significativo que registaram os stocks de entrada e de saída de IDE. Ainda relativamente a Portugal é possível verificar uma diminuição do investimento português e do investimento em Portugal entre 2007 e 2008, e 2009 e 2010, registando-

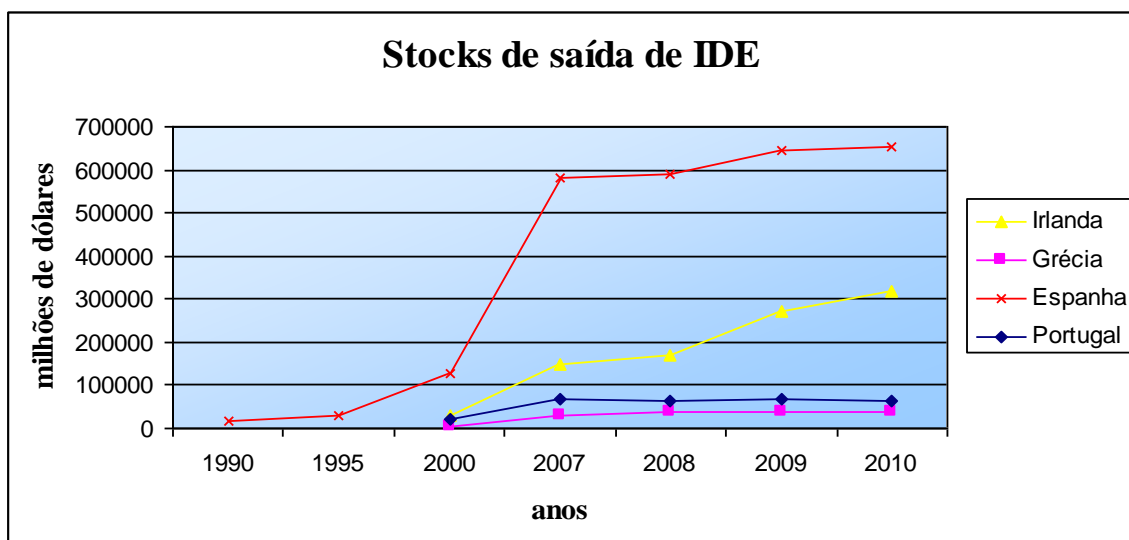
se um aumento entre 2008 e 2009. Esta flutuação poderá estar associada à ocorrência da crise financeira devido à turbulência nos mercados financeiros e ao seu efeito sobre as perspectivas económicas mundiais (Banco Central Europeu, 2009).

Gráfico 9



Fonte: OCDE

Gráfico 10



Fonte: OCDE

Para além disso constatamos que a estrutura da proveniência do IDE no caso de Portugal se alterou, pois comparando a estrutura de 1986 e de 2002, verificamos que a

proporção do investimento directo estrangeiro em Portugal proveniente dos estados-membros da Zona Euro aumentou, reduzindo-se o peso do Reino Unido, e do Brasil, dos EUA e da Suíça em conjunto (Ministério das Finanças, 2006). Assim, podemos concluir que o investimento directo estrangeiro em Portugal proveniente da Zona Euro aumentou, uma vez que registamos um acréscimo dos stocks de entrada com a criação da união monetária, e um aumento do peso dos estados-membros na estrutura da origem do IDE em Portugal.

Em relação à estrutura do destino do investimento directo português podemos dizer que em 1996, 61% do investimento directo proveniente do nosso país tinha como destino os estados-membros da Zona Euro, sendo que o Brasil tinha um peso apenas de 5% (Castro, 2004). No entanto no ano de 2000 verificou-se que o Brasil ganhou importância como destino do investimento directo português, detendo um peso de 47%, enquanto que os países da Zona Euro perderam importância (Castro, 2004). Isto está associado à proximidade cultural entre Portugal e Brasil, uma vez que se considera que para as empresas investirem no exterior com sucesso é necessário haver alguma adaptação à cultura do país em causa, sendo que esta adaptação é facilitada quando já existe alguma proximidade a este nível, tendo como exemplo deste caso o idioma. No entanto é necessário que haja sempre alguma precaução, e não partir do pressuposto de que a adaptação é dispensável porque existe alguma proximidade cultural. Em 2003 os estados-membros detêm um peso significativo na estrutura do destino do investimento directo português, sendo este de 49% (Castro, 2004). O Brasil entre 2000 e 2003 perdeu importância a este nível, representando em 2003 um peso de 31% (Castro, 2004). Assim, apesar dos países da Zona Euro terem perdido alguma importância como destino do investimento directo português em 2000, devido à proximidade cultural entre o Brasil e Portugal, em 2003 uma parte desta perda já tinha sido recuperada. E como o aumento dos stocks de saída foi significativo a partir de 2000, podemos concluir que após a adesão ao euro os stocks de investimento directo de Portugal com destino aos restantes estados-membros da Zona Euro aumentaram, tendo em atenção que os investimentos no Brasil constituem também um peso relevante.

Desta forma é possível afirmar que o investimento no caso de Portugal foi estimulado, sendo que de uma forma específica o investimento entre Portugal e os estados-membros também foi incentivado. Isto está relacionado com a eliminação da

incerteza cambial, pois não existe a probabilidade de haver perdas cambiais dentro da área do euro, no quadro do que afirmaram Barbosa et al. (1998), logo Portugal tem um incentivo em investir nos estados-membros da Zona Euro. Para além disso a redução da taxa de juro que se constatou em Portugal também estimula o investimento, pois esta diminuição torna o custo de utilização do capital mais baixo, tal como Barbosa et al. (1998) já tinham indicado. Por outras palavras podemos dizer que na linha de perspectiva de Barbosa et al. (1998), o euro eliminou as flutuações cambiais dentro da Zona Euro, reduzindo assim a incerteza ao nível dos investimentos, e também tornou as taxas de juro mais baixas, o que leva a que a obtenção de capital não seja tão onerosa, incentivando o investimento, tal como se constatou em Portugal.

3.6. A integração financeira

Como se verificou o estímulo do investimento, podemos concluir que se confirmou a expectativa de integração financeira, o que também se constatou a partir da análise da soma dos activos e passivos externos de um grupo de países europeus em percentagem do PIB. Esta última variável tem vindo a aumentar, de uma forma geral, de 1984 a 2004, demonstrando uma integração financeira europeia (Lane & Milesi-Ferretti, 2007). Esta evolução foi mais significativa a partir de 1992 (Lane & Milesi-Ferretti, 2007), o que está relacionado com a eliminação das barreiras à livre circulação de capitais e serviços, e com a adesão ao Mecanismo Europeu de Taxas de Câmbio, no caso português (Barbosa et al., 1998). Isto porque a eliminação das barreiras torna o investimento externo menos oneroso, pois não existem limitações, facilitando assim este processo, e o Mecanismo Europeu de Taxas de Câmbio elimina a incerteza cambial, incentivando o investimento. E assim ao haver um estímulo para o investimento, a integração financeira é reforçada.

A esta integração financeira estava associada a expectativa de desenvolvimento de instrumentos de ‘partilha de risco’ (Barbosa et al., 1998), o que se confirmou no caso de Portugal. Isto porque constatou-se que a volatilidade do consumo entre 1998 e 2008 foi inferior que entre 1986 e 1997, tal como se averiguou ao nível da volatilidade do PIB (quadros 3 e 4). Em caso de ocorrência de alguma volatilidade em termos de consumo ou do PIB, a persistência desta passou a ser menor após a adesão ao euro por parte de Portugal. Esta evolução da volatilidade e da persistência do PIB e do consumo também se confirmou na área do euro.

Quadro 3 - Consumo privado

	Portugal		Zona Euro	
	1986 - 1997	1998 - 2008	1986 - 1997	1998 - 2008
Volatilidade	3,1	1,2	1,3	0,6
Persistência	0,7	0,5	0,7	0,4

Fonte: Banco de Portugal (2009)

Quadro 4 – PIB

	Portugal		Zona Euro	
	1986 - 1997	1998 - 2008	1986 - 1997	1998 - 2008
Volatilidade	2,9	1,1	1,4	0,9
Persistência	0,8	0,6	0,7	0,5

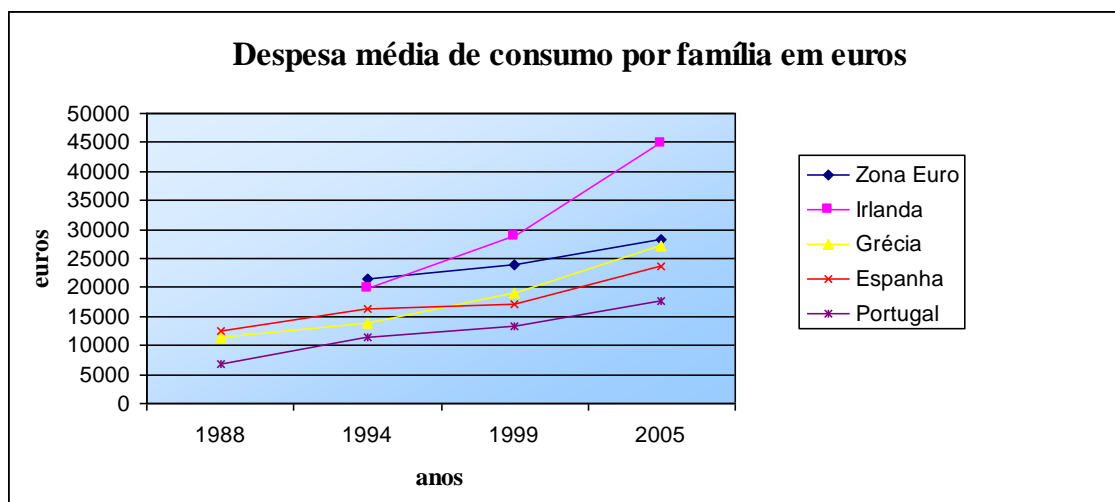
Fonte: Banco de Portugal (2009)

Desta forma demonstra-se que a Zona Euro permitiu uma ‘suavização’ do consumo e do rendimento, sendo que esta ‘suavização’ constitui um resultado da integração financeira por via de operações de concessão e de obtenção de crédito, que se tornaram de mais fácil acesso devido à existência de um mercado integrado e unificado, na perspectiva de Barbosa et al. (1998). Assim esta integração financeira deu origem a um mecanismo de estabilização de perturbações assimétricas em Portugal, tornando a perda da política cambial menos onerosa, no quadro do que afirmaram Barbosa et al. (1998). Isto porque no caso de um choque que tenha um efeito de redução do consumo apenas no nosso país, a integração financeira permite que haja um mercado mais unificado e integrado com taxas de juro mais baixas, tal como se constata na Zona Euro, que facilita a obtenção de crédito, de modo a que se possa continuar a consumir, e a economia não sinta tanto os impactos do choque ao nível do consumo, estabilizando assim a perturbação, na linha de perspectiva de Barbosa et al. (1998). Para além disso com a intensificação da integração financeira, uma perturbação que afecte apenas as taxas de juro de um determinado país, não irá ter impacto sobre o mercado unificado, pois o país afectado representa apenas uma pequena parcela de todo o mercado.

3.7. O consumo

Em relação ao bem-estar dos consumidores esperava-se que este sofresse um acréscimo, de acordo com a perspectiva de de Grauwe (2009), sendo que esta evolução se verificou efectivamente. A despesa média de consumo por família em euros em Portugal aumentou entre 1988 e 2005, destacando-se o facto de o acréscimo ser relativamente mais significativo a partir da criação da Zona Euro do que na fase de 1994 a 1999 (gráfico 11). Isto está associado ao facto de a adopção do euro ter permitido a eliminação dos custos de transacção e da incerteza cambial, e a diminuição da taxa de juro, que consequentemente facilitou o acesso ao crédito, e por esta via contribuiu para o incentivo do comércio, tal como já foi referido. Desta forma existe uma maior disponibilidade de produtos, acesso a um conjunto alargado de bens e serviços, em cada estado-membro, uma vez que existe uma maior facilidade nas trocas comerciais, e isto contribui assim para o acréscimo do consumo e do bem-estar dos agentes económicos, no quadro do que afirmou de Grauwe (2009). Esta evolução também se constatou para a Irlanda, Grécia, Espanha e para a média da Zona Euro.

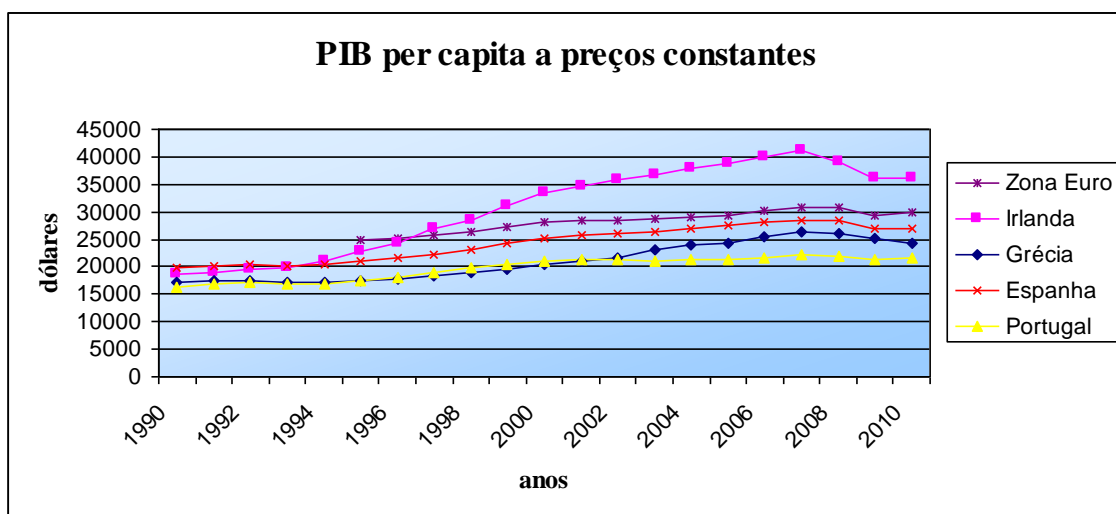
Gráfico 11



Fonte: Eurostat

Apesar disto os níveis de vida de Portugal, da Irlanda, da Espanha e da Grécia não se aproximaram, ou seja, não houve convergência real, uma vez que se constatou que no início da década de 90 os valores do PIB per capita destes estados-membros eram relativamente idênticos, constatando-se um aumento da divergência ao longo do tempo, principalmente, após a adesão ao euro (gráfico 12).

Gráfico 12



Fonte: OCDE

3.8. A inflação

O principal objectivo da criação da Zona Euro é a estabilidade de preços, sendo que se esperava que os estados-membros pudessem usufruir de uma menor volatilidade dos preços e taxas de inflação mais reduzidas (Barbosa et al., 1998), vindo-se a estabelecer, como objectivo do BCE, a obtenção de uma taxa de inflação próxima, mas abaixo, de 2% no médio prazo. Para além disto existia também a expectativa de convergência dos preços, ou seja, uma maior aproximação dos níveis de preços dos estados-membros (Barbosa et al., 1998 e de Grauwe, 2009).

De uma forma geral é possível afirmar que as expectativas foram efectivamente confirmadas, uma vez que se constatou que a taxa de inflação portuguesa no início da década de 90 registava valores bastante elevados, sofrendo esta variável uma redução considerável antes da adesão à moeda única (gráfico 13). Esta evolução está associada ao critério de convergência nominal de estabilidade de preços do Tratado de Maastricht, que foi implementado em 1992 e define que a taxa de inflação de um país não deverá ultrapassar em mais de 1,5 pontos percentuais a média das taxas de inflação dos três países com níveis mais reduzidos (Barbosa et al., 1998 e Feenstra & Taylor, 2008). A partir de 2001, a taxa de inflação diminuiu, evoluindo posteriormente de uma forma relativamente estável até ao momento da ocorrência da crise financeira mundial. Também se verificou que a inflação da Zona Euro e dos países como a Grécia, a Irlanda e a Espanha registou uma tendência de evolução idêntica à de Portugal, permitindo uma estabilização da taxa de inflação, aproximadamente, entre 2% e 4%, durante o período de estabilidade, e uma maior convergência dos preços (gráfico 14), o que segundo Feenstra & Taylor (2008) resulta do critério de estabilidade de preços.

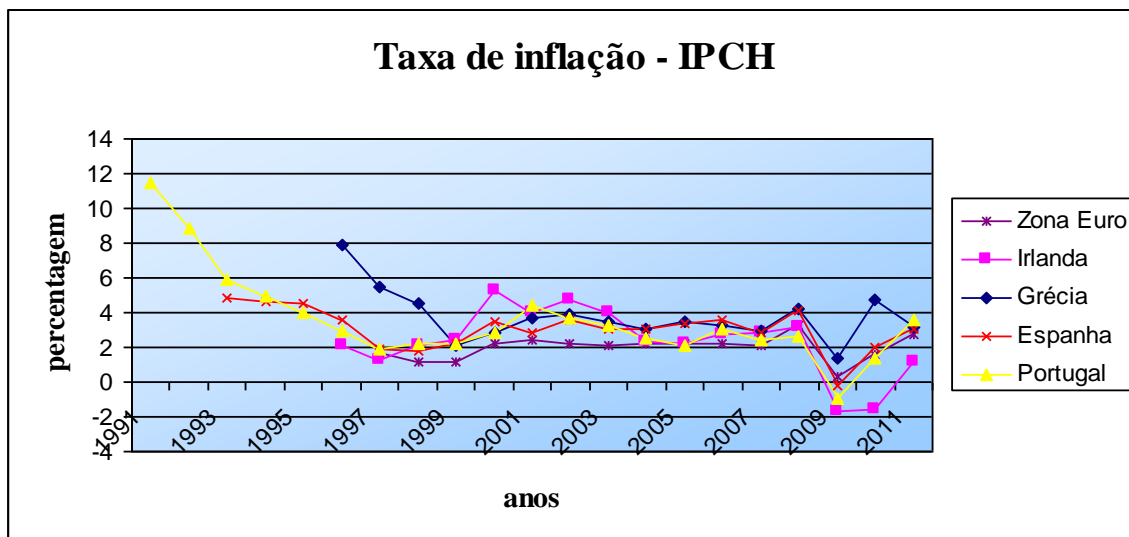
Com esta convergência e a existência de uma política monetária única esperava-se que as taxas de inflação dos estados-membros fossem idênticas, e também se esperava que os preços fossem idênticos, devido à eliminação dos custos de transacção, que facilitava a comparação de preços e contribuía para uma maior concorrência, na linha de perspectiva de de Grauwe (2009). No entanto isto não se verificou, o que é explicitado pelo efeito Balassa-Samuelson, que considera que a existência de diferentes taxas de crescimento de produtividade origina taxas de inflação distintas (Balassa, 1964 in de Grauwe, 2009). Isto porque, existem bens transaccionáveis e não transaccionáveis, sendo que o preço destes últimos se baseia nos custos salariais (de Grauwe, 2009). As

variações no preço dos bens transaccionáveis em países que formam uma união monetária são idênticas, enquanto que no caso de bens não transaccionáveis isto não se verifica, devido à inexistência de concorrência internacional a este nível (Balassa, 1964 in de Grauwe, 2009). Assim, basta haver diferentes taxas de crescimento de produtividade entre os estados-membros, que exigirão taxas de crescimento dos salários nominais distintas, para provocar taxas de inflação diversas, o que não é prejudicial pelo facto de se tratar de um mecanismo de equilíbrio (Balassa, 1964 in de Grauwe, 2009, de Grauwe, 2009 e Barbosa et al., 1998). Contudo, algumas destas divergências inflacionárias na Zona Euro devem-se a desenvolvimentos da procura agregada distintos, o que poderá afectar a competitividade do país, e consequentemente originar dificuldades na restauração desta (de Grauwe, 2009).

Com o surgimento da crise financeira constatou-se uma maior volatilidade da taxa de inflação, sendo que entre 2007 e 2008 se averiguou um aumento desta variável, o que se deveu à subida dos preços do petróleo e das outras matérias-primas, sendo que este último originou a subida dos preços dos produtos agrícolas (Banco Central Europeu, 2008). Este acréscimo da taxa de inflação no caso de Portugal não foi muito significativo comparado com o caso da Zona Euro ou da Grécia. A volatilidade dos preços resultou da mudança das percepções do mercado em relação a um abrandamento da economia norte-americana e mundial, e uma ligeira diminuição da actividade especulativa (Banco Central Europeu, 2008). A partir do segundo semestre de 2008 constatou-se uma tendência de evolução inversa da taxa de inflação, pois os preços das matérias-primas diminuíram, o que esteve associado ao abrandamento económico, e a redução dos preços do petróleo foi agravada pela turbulência nos mercados financeiros e o seu efeito sobre as perspectivas económicas mundiais (Banco Central Europeu, 2009), atingindo em meados de 2009 a taxa de inflação valores negativos (Banco Central Europeu, 2010). Os preços do petróleo encontravam-se a níveis reduzidos, devido aos efeitos da crise financeira e ao subsequente abrandamento económico, o qual originou uma contracção na procura (Banco Central Europeu, 2010). No entanto em Novembro de 2009, a taxa de inflação já registava valores positivos, o que se deveu à recuperação dos preços das matérias-primas, o que esteve relacionado, parcialmente, com a melhoria na evolução da procura (Banco Central Europeu, 2010). Para alguns

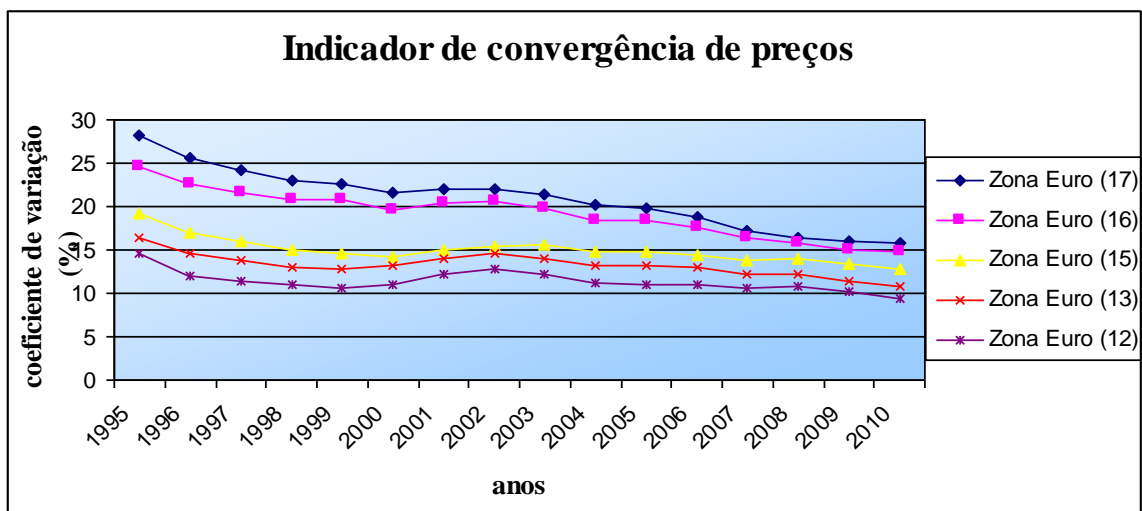
países esta volatilidade foi mais significativa do que para outros, sendo que Portugal sofreu flutuações relativamente consideráveis, principalmente, a partir de 2008.

Gráfico 13



Fonte: OCDE

Gráfico 14



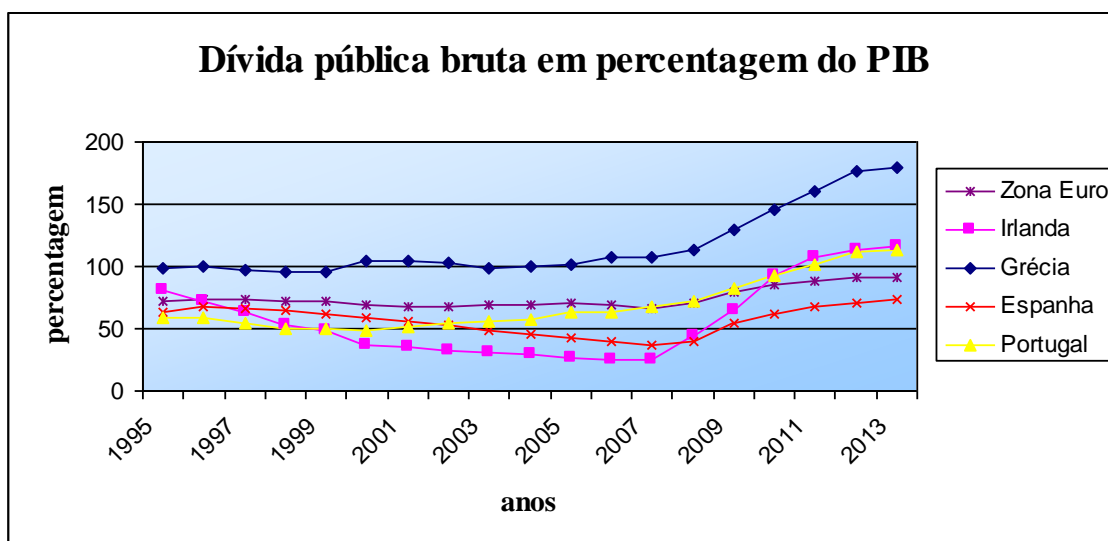
Fonte: Eurostat

3.9. O endividamento público

A criação de uma união monetária europeia também levou ao desenvolvimento de expectativas ao nível das finanças públicas, esperando-se que a dívida pública portuguesa não atingisse valores superiores a 60% do PIB (Barbosa et al., 1998 e Feenstra & Taylor, 2008). Em 1995 a dívida pública bruta em percentagem do PIB de Portugal registou um valor próximo do limite de 60%, sendo que até 2000 se verificou uma tendência de redução desta variável (gráfico 15). Esta condição teria que ser cumprida por Portugal para que pudesse fazer parte da Zona Euro. No entanto o ano de 2000 marcou o início de uma fase de acréscimo da dívida pública, deixando de cumprir o limite estipulado a partir de 2005, o que está associado ao facto de a criação da Zona Euro ter originado taxas de juro mais baixas, o que facilitou a obtenção de crédito, e levou a que os países se envolvessem em endividamentos avultados, na linha de perspectiva de Barbosa et al. (1998). Um outro motivo para o acréscimo da dívida pública em percentagem do PIB poderá ser o facto de as sanções serem pouco rígidas, no caso de não respeito pelo limite da dívida pública. Isto porque com o “novo” PEC 2005 constatou-se a extensão das conjunturas em que não se efectua a aplicação automática das sanções e a aceitação de circunstâncias que justificam o não cumprimento do limite do défice público (Alves & Afonso, 2007).

Esta evolução também se registou para a Irlanda, Grécia, Espanha e para a Zona Euro, ainda que em níveis e fases distintas.

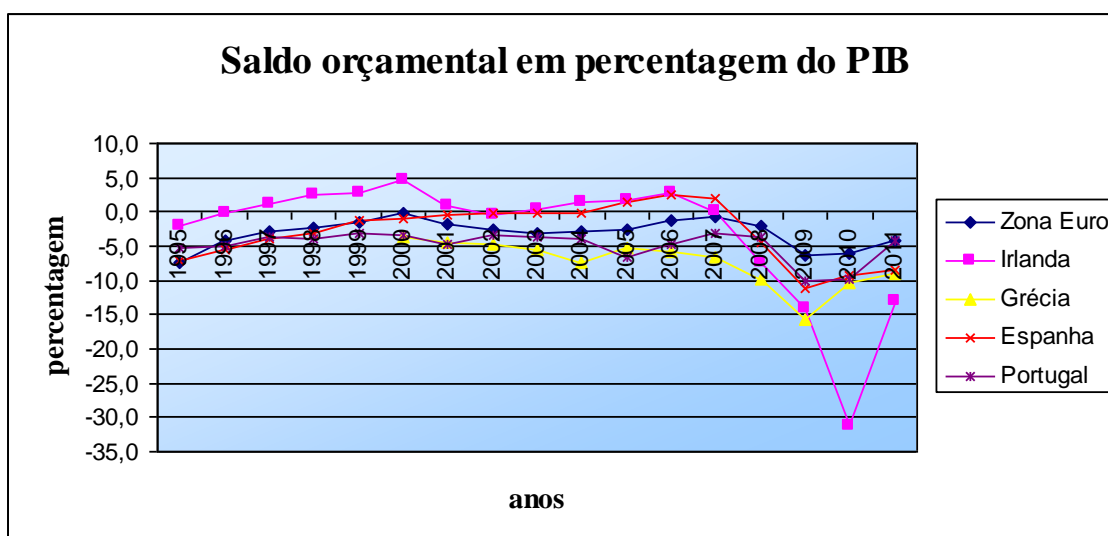
Gráfico 15



Fonte: OCDE

No entanto para além da expectativa de uma dívida pública portuguesa inferior ou igual a 60% do PIB também se esperava que o défice público português não fosse superior a 3% do PIB (Barbosa et al., 1998 e Feenstra & Taylor, 2008). Contudo, o que se constatou foi que desde 1995, o défice não registou valores inferiores ou iguais a 3% do PIB (gráfico 16), ou seja, não se confirmou a expectativa. No caso português o défice iniciou uma evolução positiva a partir de 1995, cumprindo quase o limite desta variável em 1999, atingindo um saldo orçamental de -3,1% do PIB, apesar de na altura da adesão ao euro os dados apontavam para o cumprimento do limite imposto. Esta evolução está associada ao critério de convergência nominal de limitação do défice público, que foi implementado por via do Tratado de Maastricht. Esta condição tinha que ser satisfeita para garantir a entrada de Portugal na Zona Euro. Após 1999 Portugal continuou a não satisfazer o critério, sendo que o ano em que se encontrou mais próximo do limite estipulado foi em 2007, atingindo novamente um défice de 3,1% do PIB. Este não cumprimento poderá estar relacionado com a maior facilidade de obtenção de crédito, por via da redução das taxas de juro, e à existência de sanções pouco rígidas, tal como já foi referido como causa de endividamentos avultados. Tendo em conta esta evolução do défice público português é possível afirmar que a Irlanda, a Espanha e a Zona Euro como um todo tiveram uma evolução em termos de défice orçamental muito mais favorável, sendo que se averiguou um período de cumprimento do limite, atingindo até saldos orçamentais positivos no caso da Irlanda e da Espanha. Em relação à Grécia constata-se que este país se encontrou ao longo de vários anos numa situação pior do que Portugal em termos de défice público. A partir de 2007/2008 registou-se uma redução drástica do saldo orçamental de Portugal, da Espanha, da Grécia, da Irlanda e da Zona Euro. Isto deveu-se ao surgimento da crise, e ao subsequente abrandamento económico (Banco Central Europeu, 2009), uma vez que nestas situações os governos dos países por via da política orçamental intervêm na economia, de modo a atenuar os efeitos das crises, contribuindo para a acumulação da dívida pública e um agravamento do saldo orçamental, na linha de perspectiva de Barbosa et al. (1998).

Gráfico 16



Fonte: Eurostat

A partir da implementação do PEC esperava-se também uma situação orçamental equilibrada ou excedentária, de modo a que Portugal tivesse margem de manobra para actuar via política orçamental expansionista quando fosse necessário (Barbosa et al., 1998). No entanto tendo em conta a evolução do saldo orçamental português, anteriormente analisado, podemos dizer que esta expectativa não foi confirmada, dificultando assim o ajustamento no caso de ocorrência de choques assimétricos no quadro do que afirmaram Barbosa et al. (1998). Portugal ao longo dos anos não se encontrou numa situação orçamental equilibrada ou excedentária, devido à redução da taxa de juro originada pela criação da Zona Euro, e que por sua vez facilitou a obtenção de crédito por parte dos estados-membros, dando origem a dívidas avultadas e agravando a situação orçamental, na linha de perspectiva de Barbosa et al. (1998).

À expectativa de uma situação orçamental equilibrada ou excedentária estava também associada a expectativa de implementação de políticas orçamentais contracíclicas, uma vez que no caso de existir margem de manobra a nível orçamental, torna-se possível estimular a economia em fases de recessão sem ultrapassar os limites de endividamento, e recuperar a situação orçamental nas fases de expansão da economia por via da redução da despesa pública e aumento das receitas, evitando assim as políticas pró-cíclicas, no quadro do que afirmaram Barbosa et al. (1998). No entanto, o que se constatou, tanto antes como depois da criação da Zona Euro, foi que Portugal

implementou, maioritariamente, políticas orçamentais pró-cíclicas (Banco de Portugal, 2009).

Estes critérios de limitação do endividamento tenderiam a levar a uma maior credibilidade orçamental, na linha de perspectiva de Barbosa et al. (1998). Contudo como estes limites não foram totalmente respeitados, não se reforçou a credibilidade da disciplina orçamental. Mas com a transposição da “regra de equilíbrio orçamental” para os ordenamentos jurídicos de cada estado-membro e a introdução de um mecanismo de correcção por via do Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governação na União Económica e Monetária, a disciplina orçamental poderá ser reforçada (Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governação na União Económica e Monetária, 2012).

3.10. O crescimento económico

A adesão ao euro por parte de Portugal levou à criação da expectativa de maior crescimento económico (Barbosa et al., 1998). No entanto constatou-se que a taxa de crescimento do PIB entre 1990 e 2010 sofreu algumas oscilações (gráfico 17). Por outras palavras podemos dizer que em 1990 e 1991 a taxa de crescimento do PIB rondava os 4%, verificando-se posteriormente uma queda dessa taxa atingindo em 1993, um valor negativo. Após 1993 o PIB sofreu um acréscimo, sendo que a taxa de crescimento também aumentou até 1995, registando um valor idêntico àqueles que se verificaram em 1990 e 1991. Desde 1995 até 2000, a taxa de crescimento do PIB manteve-se relativamente estável, variando entre os 3% e 5%, aproximadamente. Após 2000 a taxa de crescimento do PIB sofreu algumas variações, verificando-se uma redução significativa até 2003 e entre 2007 e 2009, atingindo um valor mínimo de -2,91% em 2009. Assim constata-se que não houve uma tendência significativa de crescimento económico após a criação da Zona Euro, sendo que a taxa de crescimento do PIB português após 1999, inclusive, não atingiu valores superiores a 4%, ao contrário do que se verificou nalguns anos na década de 90. De uma forma geral é possível afirmar que nos primeiros anos da década de 90 se verificou uma diminuição da taxa de crescimento do PIB em Portugal, Espanha, Grécia e Irlanda, sendo que posteriormente a essa fase e ainda antes da adesão ao euro se averiguou uma tendência de crescimento. Após a criação da União Económica e Monetária já não se verificou esta tendência, excepto na Grécia e na Espanha cujas taxas de crescimento do PIB continuaram a aumentar até 2006, apesar de algumas oscilações.

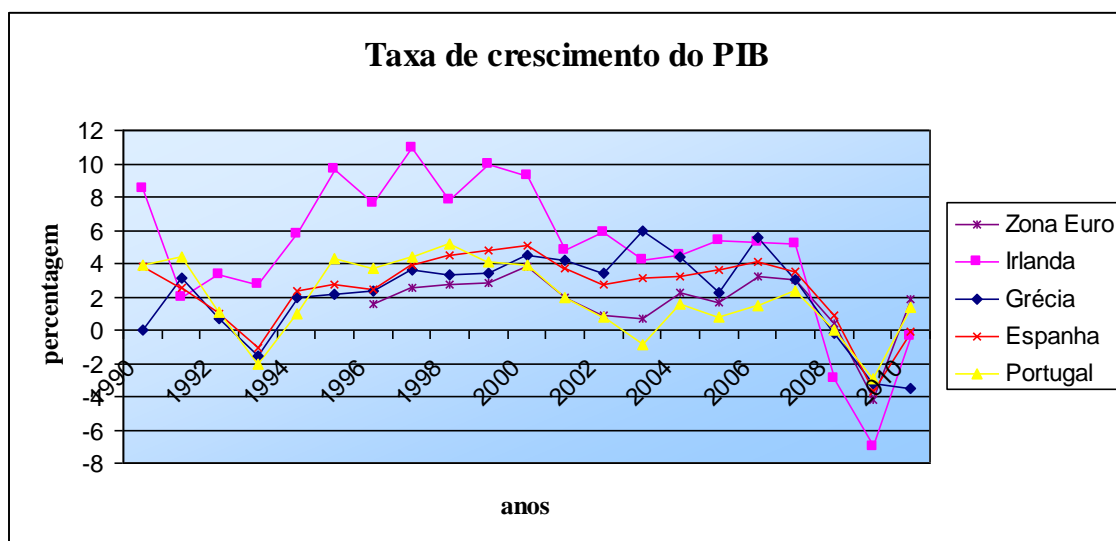
Para além da expectativa de crescimento económico, alguns autores esperavam também uma tendência de maior volatilidade do crescimento do produto em Portugal devido à rigidez cambial, nomeadamente no quadro da perspectiva de de Grauwe (2009). Isto porque a perda da política cambial dificultava a atenuação dos efeitos da ocorrência de um choque assimétrico, originando assim uma maior volatilidade do produto (de Grauwe, 2009). No entanto verificou-se que a volatilidade do PIB foi muito superior entre 1986 e 1997 do que entre 1998 e 2008, tal como já tinha sido referido anteriormente, o que demonstra uma redução das flutuações do PIB. Assim a expectativa não se confirmou, uma vez que a política cambial antes da adesão ao euro não foi muito relevante para fazer face à ocorrência de choques com efeitos

consideráveis na produção real, sendo antes utilizada para anular os diferenciais das taxas de inflação entre Portugal e os outros países (Barbosa et al., 1998), logo a perda da política cambial não foi muito onerosa, tal como já se esperava.

Deste modo concluímos então que a volatilidade do PIB não foi relevante no caso português. Conclui-se também que se o aumento do ritmo de crescimento económico não se confirmou em Portugal, tal ter-se-á devido a outros motivos. É possível relacionar esta evolução com o endividamento, sendo que o crescimento económico é promovido por políticas orçamentais de redução e estabilização dos valores dos défices (Barbosa et al., 1998). A fase em que o saldo orçamental português melhorou, entre 2005 e 2007, coincide com a fase em que a taxa de crescimento do PIB português registou um aumento, ou seja, na maioria das fases em que o défice orçamental piorava bastante, o crescimento económico português sofria uma evolução negativa. Para além disso Portugal é uma economia aberta de pequena dimensão, logo os efeitos dos estabilizadores automáticos não são tão intensos, devido à propagação para o exterior de uma parcela dos efeitos, na linha de perspectiva de Barbosa et al. (1998). Desta forma em fases de expansão, a recuperação da economia não é muito eficiente, e para agravar esta situação temos ainda o facto de Portugal implementar, maioritariamente, políticas orçamentais pró-cíclicas, tal como já foi indicado, que não permitem uma desaccumulação de dívida suficiente para a recuperação da economia portuguesa nas fases de expansão, limitando assim o crescimento económico.

A partir de 2007 as taxas de crescimento do PIB da Zona Euro, Portugal, Espanha e Irlanda sofreram uma queda drástica, sendo que na Grécia esta evolução teve início em 2006. Esta evolução negativa está associada à crise financeira, sendo que esta surgiu devido a uma bolha no mercado imobiliário, pois constatou-se um aumento do preço dos imóveis por via de políticas de valorização dos imóveis, promoção dos empréstimos através do aumento da oferta de empréstimos, e acréscimo do rendimento (Congleton, 2009). No entanto esta subida do preço dos imóveis não iria ser ilimitada (de Grauwe, 2009), sendo que chegou um certo momento em que se constatou a queda do preço dos activos imobiliários (Congleton, 2009). Assim, a riqueza das famílias diminuiu, o que provocou uma redução da procura de bens e serviços, e por sua vez uma redução das vendas das empresas (Congleton, 2009). Assim, como as empresas vendiam menos produtos, começaram a produzir menos, logo o produto caíu.

Gráfico 17

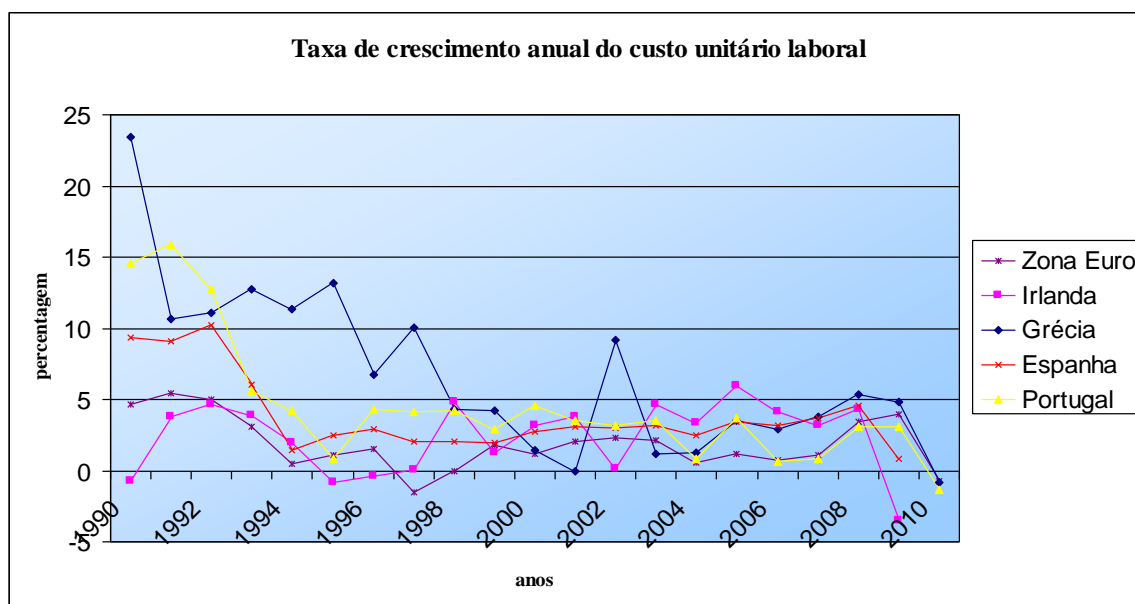


Fonte: OCDE

3.11. O mercado de trabalho

Ao nível do mercado de trabalho esperava-se que a política de emprego de Portugal fosse coordenada com a política de emprego dos outros estados-membros com o propósito de desenvolver uma mão-de-obra eficiente e mercados de trabalho flexíveis, de modo a ir ao encontro dos objectivos da Comunidade, que estão relacionados com o sentido de um mercado aberto e de livre concorrência (Barbosa et al., 1998). Isto significa que se pretendia que a adesão ao euro levasse à convergência das taxas de crescimento dos salários dos estados-membros (de Grauwe, 2009). Em relação ao custo unitário laboral constatou-se que apesar de esta variável continuar a aumentar, excepto entre 2009 e 2010, a taxa de crescimento do custo unitário laboral sofreu uma redução entre 1991 e 2010, apesar de algumas oscilações, sendo que esta evolução foi mais significativa antes da constituição da Zona Euro (gráfico 18). Esta tendência de decréscimo da taxa de crescimento do custo unitário laboral também se verificou para a Grécia, Espanha e para a média da Zona Euro, sendo que entre 1990 e 2010 se registaram também valores positivos para esta taxa, havendo apenas algumas excepções. No caso da Irlanda não é possível afirmar que houve esta mesma evolução. Assim, podemos dizer que os custos unitários laborais têm vindo a aumentar, mas a taxas de crescimento mais reduzidas, no caso de Portugal e no caso da Zona Euro em termos médios.

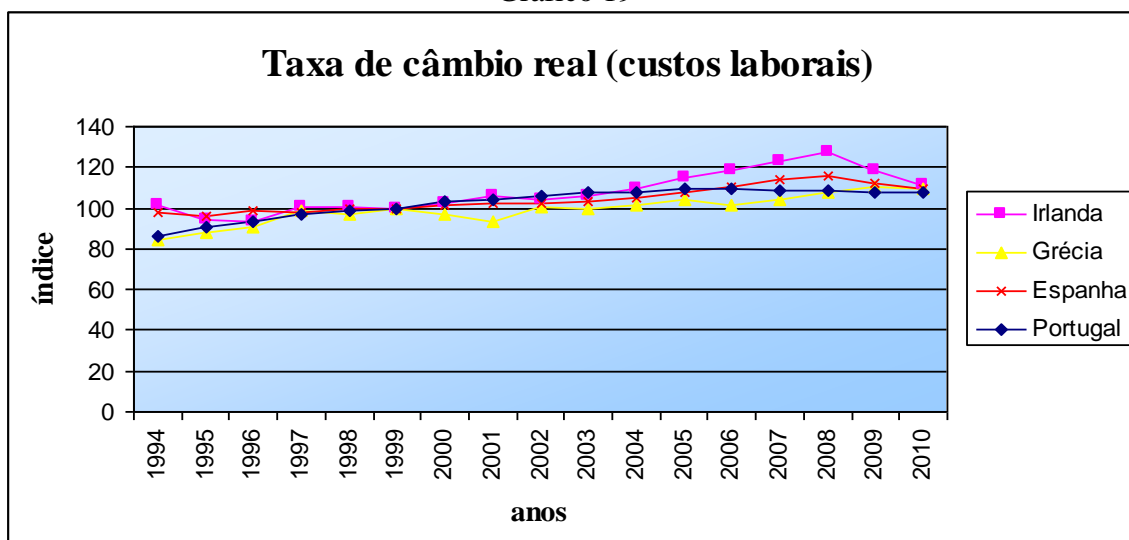
Gráfico 18



Fonte: OCDE

Após a adesão ao euro constatou-se uma perda de competitividade de Portugal em relação à área do euro, o que significa que os custos unitários em Portugal têm vindo a aumentar mais relativamente aos custos unitários médios da Zona Euro, uma vez que desde 1999 a taxa de câmbio nominal mantém-se constante, pois já não existe a política cambial nacional, de modo a realizar desvalorizações para fazer face à perda de competitividade (gráfico 19). Os nossos preços poderão aumentar mais que os preços do exterior e como não podemos desvalorizar a nossa moeda, perdemos competitividade. Esta evolução da taxa de câmbio real demonstra uma divergência nos custos salariais.

Gráfico 19



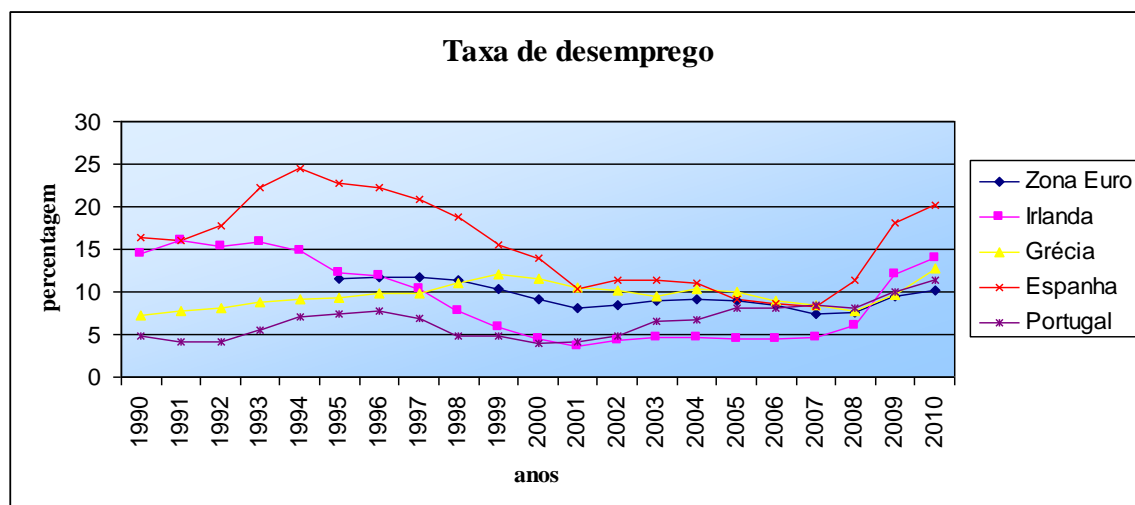
Fonte: Eurostat

Isto significa que não se confirmou a expectativa de coordenação da política de emprego em termos da taxa de crescimento dos salários, o que se deve às políticas salariais nacionais distintas, pois apesar da coordenação das políticas económicas dos estados-membros, Portugal tem alguma liberdade para implementar as suas políticas de emprego, no quadro do que afirmou de Grauwe (2009). Por outras palavras, o custo laboral é demasiado elevado para a produtividade de Portugal, originando assim a perda de competitividade, na linha de perspectiva de de Grauwe (2009). Logo, a possibilidade de implementação de políticas salariais distintas permite adequar os custos laborais à produtividade do estado-membro, de modo a não provocar perdas de competitividade, segundo a óptica de de Grauwe (2009). Por outro lado estas diferentes políticas de emprego também poderão ser desvantajosas, uma vez que origina efeitos distintos sobre

os preços e os salários dos estados-membros na ocorrência de um determinado choque, dificultando, consequentemente, a capacidade de ajustamento à perturbação (de Grauwe, 2009).

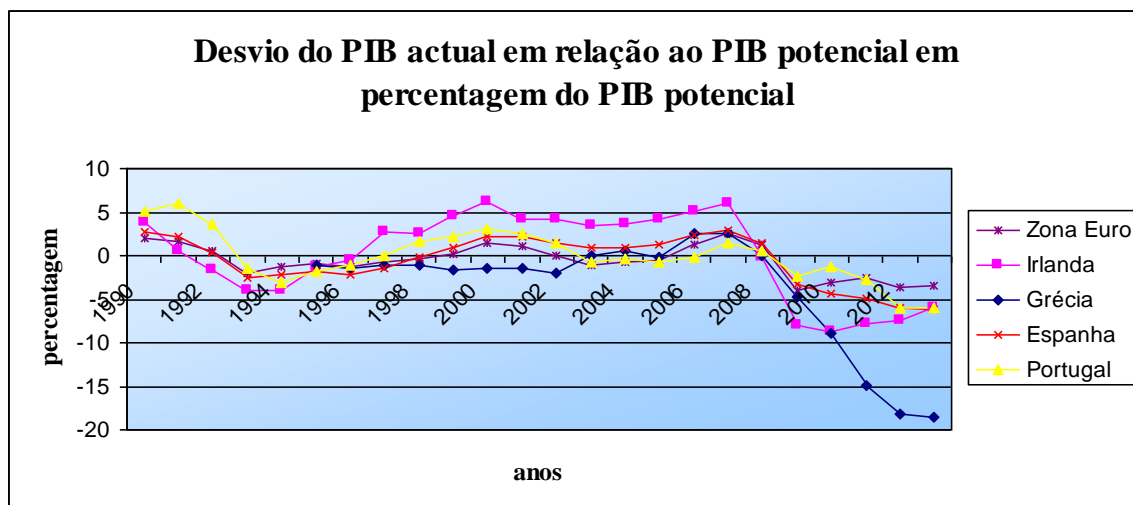
No que diz respeito aos níveis de emprego esperava-se uma reduzida taxa de desemprego (Barbosa et al., 1998), pretendendo-se assim uma diminuição desta taxa para Portugal. Na fase antes e uns anos depois da criação da União Económica e Monetária, entre 1996 e 2000, verificou-se uma redução da variável em causa para o caso de Portugal, sendo que após esta fase se registou uma tendência de acréscimo (gráfico 20). Assim, podemos dizer que a expectativa apenas se confirmou num período inicial, atingindo a taxa de desemprego, nos últimos anos, valores superiores aos registados antes da adesão ao euro. No entanto também é possível afirmar que a taxa de desemprego de Portugal antes da adesão ao euro não era das mais elevadas, comparando com o caso da Espanha, por exemplo. Esta evolução da taxa de desemprego portuguesa está associada à evolução do PIB actual em relação ao PIB potencial, no quadro do que afirmaram Barbosa et al. (1998). Isto porque se constata que durante as fases em que este desvio entre o PIB actual e o PIB potencial atingiu valores negativos, a taxa de desemprego de Portugal sofreu um acréscimo (gráfico 21). Por outras palavras podemos dizer que quando o valor do PIB é inferior à sua tendência a prazo, a taxa de desemprego sofre um aumento, tal como a lei de Okun afirma (Barbosa et al., 1998).

Gráfico 20



Fonte: Eurostat

Gráfico 21



Fonte: OCDE

No caso de Portugal esperava-se alguma flexibilidade dos salários reais, o que funcionaria como um mecanismo de estabilização de perturbações (Barbosa et al., 1998). Esta expectativa foi efectivamente confirmada, pois averiguou-se uma relação negativa entre os salários reais e a taxa de desemprego (quadro 5). Isto significa que um acréscimo na taxa de desemprego provoca uma redução dos salários reais o que é favorável, pois constata-se assim a existência do mecanismo salarial de estabilização, no quadro do que afirmaram Barbosa et al. (1998). No caso de um choque negativo da procura, que tem como efeitos a redução do produto e o acréscimo do desemprego, este mecanismo poderá reduzir os custos salariais do país afectado pela perturbação negativa e melhorar a sua competitividade no mercado internacional (de Grauwe, 2009).

Quadro 5 – Portugal: Sensibilidade dos salários reais à taxa de desemprego

	1986 - 1995		1996 – 2005	
	Permanentes	Novos Contratos	Permanentes	Novos contratos
Homens	-2,19	-2,81	-0,81	-2,11
Mulheres	-1,44	-2,68	-0,61	-2,1

Fonte: Banco de Portugal (2009)

No entanto apesar de se verificar isto quer entre 1986 e 1995 quer entre 1996 e 2005, constata-se que a sensibilidade dos salários reais à taxa de desemprego neste último período foi menor do que entre 1986 e 1995. Contudo, a flexibilidade salarial

continua a existir, o que poderá dever-se ao considerável custo no caso de desemprego em termos individuais e familiares, pois se o subsídio de desemprego não for muito elevado e as condições necessárias para ter direito a este forem rígidas, o salário mínimo pelo qual os trabalhadores estão dispostos a trabalhar é mais reduzido (Barbosa et al., 1998). Isto torna os salários mais sensíveis às situações no mercado laboral, devido ao facto de o custo de oportunidade de exercer uma actividade profissional ser menor (Barbosa et al., 1998). Os processos de negociação colectiva também poderão originar uma maior flexibilidade salarial em Portugal, uma vez que os salários verdadeiramente pagos aos trabalhadores são superiores aos salários mínimos estabelecidos, permitindo uma maior margem de ajustamento por via dos salários reais (Barbosa et al., 1998). Estes processos de negociação são descentralizados, o que leva a uma maior divergência salarial inter-industrial, sendo que a divergência salarial está associada ao facto do grau de educação ser relevante na definição dos salários e dos salários serem mais reduzidos para as mulheres, permitindo assim a flexibilização dos salários reais (Barbosa et al., 1998). Contudo a menor flexibilidade dos salários reais entre 1996 e 2005 está relacionada com o aumento dos subsídios de desemprego em Portugal (OCDE) e ao aumento da generosidade do sistema do subsídio de desemprego (Banco de Portugal, 2009), pois nestas condições os indivíduos já não se encontram dispostos para trabalhar a salários reais muito baixos, no quadro do que afirmaram Barbosa et al. (1998). Logo, os salários reais não poderão diminuir em demasiado para fazer face ao aumento do desemprego, pois os indivíduos só estão dispostos a trabalhar se esta decisão lhes compensar relativamente à opção de receber o subsídio de desemprego, na linha de perspectiva de Barbosa et al. (1998). Assim, podemos afirmar que antes da criação da Zona Euro, a flexibilidade dos salários reais constituía um mecanismo de ajustamento em Portugal, tal como após a adesão ao euro. No entanto a importância da sensibilidade dos salários reais à taxa de desemprego tornou-se menos significativa após a constituição da união monetária.

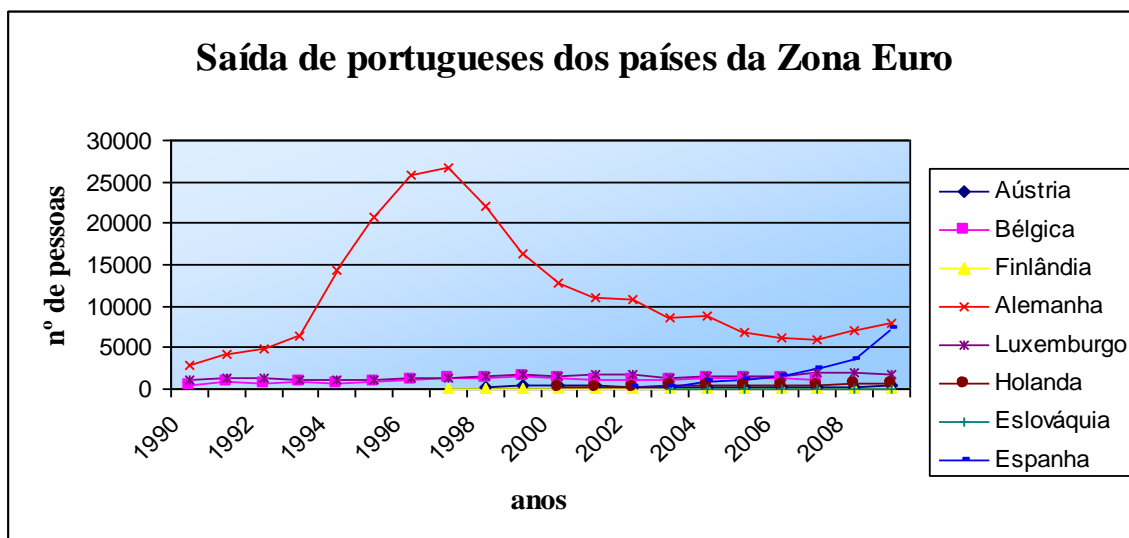
Para além da flexibilidade salarial também se esperava uma maior mobilidade laboral com a Zona Euro, de modo a tornar o mercado de trabalho mais flexível (Barbosa et al., 1998). A entrada e saída de portugueses verificou-se, essencialmente, na Alemanha, registando-se uma fase de crescimento de saída de portugueses até 1997 e de

entrada até 1996, ou seja, antes da criação da Zona Euro (gráficos 22 e 23). A partir desses anos constatou-se um decréscimo da mobilidade de portugueses, iniciando-se uma fase contrária a partir de 2006/2007.

A Espanha também foi um país em que se constatou alguma mobilidade de portugueses, uma vez que a saída de portugueses da Espanha aumentou nos últimos anos, e a entrada de portugueses na Espanha também aumentou, sendo este acréscimo mais significativo a partir de 2003. No entanto a entrada de portugueses na Espanha começou a diminuir a partir de 2007.

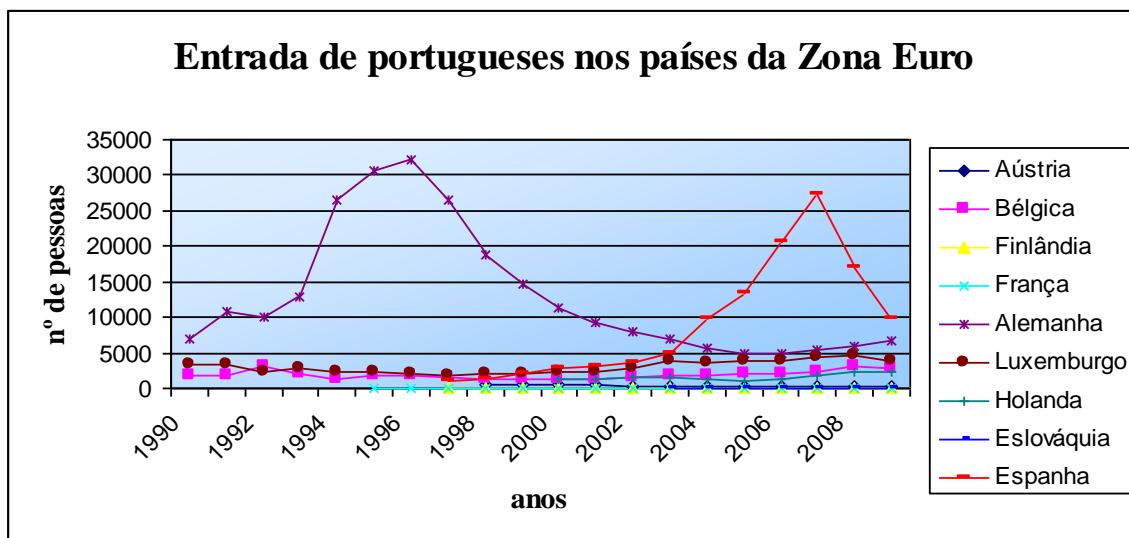
Em relação à mobilidade de portugueses nos outros países da Zona Euro podemos dizer que não se registaram alterações significativas com a adesão à moeda comum. Assim, de uma forma geral, apesar da elevada indisponibilidade de dados, não podemos dizer que a criação da União Económica e Monetária permitiu aumentar a mobilidade laboral portuguesa e contribuir desta forma para a flexibilidade do mercado de trabalho, que constitui um objectivo da Zona Euro.

Gráfico 22



Fonte: OCDE

Gráfico 23



Fonte: OCDE

Portugal era um dos países com uma legislação de protecção do emprego mais restritiva (Banco de Portugal, 2009). Esta protecção do emprego diminuiu ao longo dos anos (Banco de Portugal, 2009). Apesar desta evolução de decréscimo no caso de Portugal, este país continuava a ter uma legislação de protecção do emprego bastante restritiva em 2009 (Banco de Portugal, 2009), o que é desfavorável numa certa perspectiva, uma vez que poderá levar à rigidez do mercado de trabalho, pois quanto maior a protecção, menor a disposição de mobilidade dos trabalhadores, na linha de perspectiva de Blanchard & Portugal (1998) (Barbosa et al., 1998). Isto significa que no caso de surgimento de um choque com um impacto negativo sobre o desemprego num país com uma legislação de protecção do emprego bastante restritiva, os desempregados não estarão dispostos a deslocarem-se para outro país, onde poderá haver mais oportunidades de emprego, uma vez que são protegidos no seu país, por via de subsídios de desemprego, por exemplo, afectando negativamente a economia, pois o desemprego é elevado, o que implica maiores gastos por parte do Estado. Assim, o nível de protecção do emprego é um factor que origina a fraca mobilidade portuguesa, no quadro do que afirmaram Blanchard & Portugal (1998) (Barbosa et al., 1998). Para além deste factor a duração máxima do subsídio de desemprego também tem um impacto na mobilidade laboral no caso de Portugal. Isto porque a duração máxima do subsídio de desemprego em Portugal em 2005 não era dos mais elevados, sendo que esta duração

era muito mais elevada no caso da Bélgica e da Dinamarca (Banco de Portugal, 2009). No entanto também não podemos afirmar que Portugal se encontrava entre os países com uma duração reduzida, sendo o valor da variável em causa um pouco superior a 20 meses (Banco de Portugal, 2009). Apesar do subsídio de desemprego ter vantagens em termos sociais e de bem-estar, quanto maior a duração deste subsídio menor a probabilidade dos indivíduos, que se encontrem numa situação de desemprego, tomarem a decisão de emigrarem, verificando-se assim uma fraca mobilidade laboral.

Esta flexibilidade laboral também foi restringida no caso de Portugal devido à lenta implementação das reformas laborais antes da adesão ao euro, que incluem a redução da rigidez dos horários de trabalho e uma maior flexibilidade ao nível da legislação de protecção do emprego (Comissão Europeia, 2008 in de Grauwe, 2009).

A situação do mercado imobiliário em Portugal também promove a fraca mobilidade dos trabalhadores, pois existe uma excessiva percentagem de detenção de casa própria, sendo esta percentagem superior a 70% (Andrews et al., 2011 e Eurostat), sendo que a percentagem de detenção de casa própria com recurso a empréstimo bancário ronda os 30% (Eurostat), o que dificulta a saída do país.

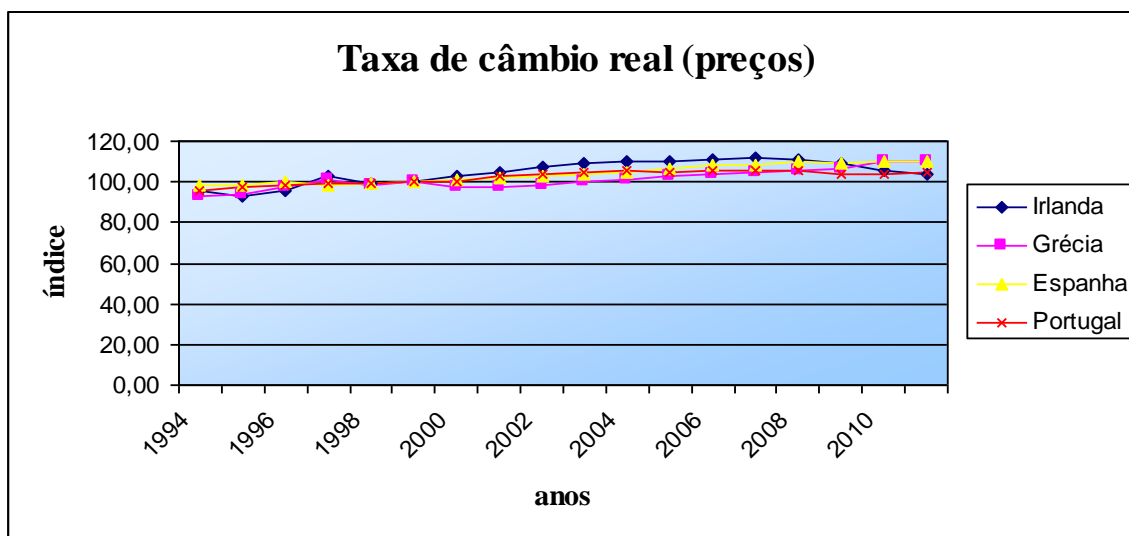
Em relação ao caso da Grécia, da Irlanda, da Espanha, e da União Europeia dos 15 podemos afirmar que a mobilidade laboral é reduzida, sendo que isto não se alterou com a constituição da união monetária (OCDE). Assim é possível dizer que na Zona Euro a mobilidade laboral é fraca (OCDE), pois os estados-membros da UE não são muito receptíveis à entrada de imigrantes, excepto o caso de Luxemburgo, e existe um reduzido grau de emigração quando um choque negativo atinge um país e provoca um aumento do desemprego, o que se deve às barreiras culturais e linguísticas, à transferência para um novo sistema de saúde e reforma, podendo originar algumas complicações, obstáculos no reconhecimento de certificados escolares, e também às regulações locais e burocracia, apesar da tendência para eliminar estas restrições (Baldwin & Wyplosz, 2009, Barbosa et al., 1998 e Feenstra & Taylor, 2008). As pessoas da UE deslocam-se, principalmente, por motivos pessoais (Baldwin & Wyplosz, 2009). Para além disso existe também falta de flexibilidade no que diz respeito à contratação e despedimento de trabalhadores, agravando esta situação, (Baldwin & Wyplosz, 2009 e Feenstra & Taylor, 2008). Também em vários casos na Europa, os trabalhadores despedidos retiram-se da população activa, o que comprova a

reduzida mobilidade laboral (Decressin & Fatás, 1994 in Barbosa et al., 1998 e Fatás, 2000 in Baldwin & Wyplosz, 2009). Isto demonstra que a Europa não satisfaz o critério de Mundell (Baldwin & Wyplosz, 2009). Com a adopção do euro os níveis de mobilidade laboral não sofreram uma alteração significativa (Feenstra & Taylor, 2008), constatando-se uma rigidez no mercado de trabalho na UE, o que também se deve à elevada protecção do emprego e aos custos de contratação não salariais consideráveis (Barbosa et al., 1998). No entanto, a flexibilidade no mercado de trabalho tem vindo a aumentar (de Grauwe, 2009), devido à introdução de uma maior flexibilidade ao nível da legislação de protecção do emprego e a um maior nível de rigidez no que diz respeito às condições de acesso aos subsídios de desemprego (Comissão Europeia, 2008 in de Grauwe, 2009). Também os horários de trabalho evoluíram, passando a ser menos rígidos (Comissão Europeia, 2008 in de Grauwe, 2009). Algumas destas alterações no mercado de trabalho foram introduzidas ainda antes da adopção do euro, apesar de haver divergências entre os estados-membros ao nível da implementação das reformas laborais (de Grauwe, 2009). Assim houve um acréscimo na flexibilidade do mercado de trabalho, mas os níveis de mobilidade ainda não atingem valores relevantes.

3.12. Os preços relativos

Quanto à flexibilidade de preços relativos esperava-se que fosse limitada (Bayoumi & Thomas, 1995 in Barbosa et al., 1998), o que efectivamente se verificou, pois a taxa de câmbio real não absorveu grande volatilidade (gráfico 24). Isto porque a criação da Zona Euro levou à eliminação das moedas nacionais dos estados-membros. Logo, Portugal não tem capacidade para afectar os seus preços por via da desvalorização da sua moeda com o intuito de não perder competitividade no mercado internacional. Esta perda da política cambial origina assim uma menor volatilidade dos preços relativos (Bayoumi & Thomas, 1995 in Barbosa et al., 1998). Para além disto a política monetária é única, originando assim impactos idênticos nos preços dos estados-membros, no quadro do que afirmou de Grauwe (2009), logo não haverá flutuações muito relevantes nos preços relativos. Esta tendência de reduzida flexibilidade dos preços relativos também se verificou nos casos da Espanha, Irlanda e da Grécia. No entanto de uma forma geral não podemos afirmar que houve uma alteração significativa ao nível da flexibilidade dos preços relativos após a adesão à moeda única, ou seja, esta flexibilidade não constituía um mecanismo de ajustamento muito relevante antes da criação da Zona Euro. Isto, tal como já foi referido, deve-se ao facto de Portugal ter uma pequena dimensão, logo não tem capacidade suficiente para afectar os preços relativos no mercado dos bens transaccionáveis, mesmo que tivesse à sua disposição a política cambial (Barbosa et al., 1998).

Gráfico 24



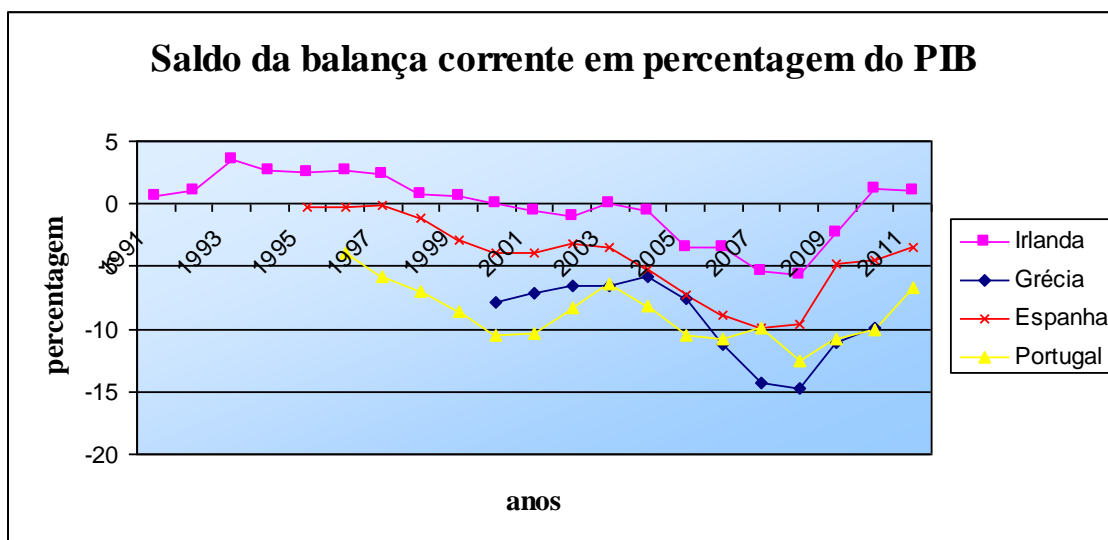
Fonte: Eurostat

3.13. Contas externas/balança corrente

Como já foi referido, a adesão ao projecto da moeda comum por parte de Portugal teve como consequências o aumento do endividamento de todos os agentes económicos, devido à redução das taxas de juro, e a perda de competitividade dos produtos nacionais, o que se encontra relacionado com o desigual crescimento dos custos laborais e da produtividade. Estas consequências têm impacto sobre o saldo da balança corrente e a dívida externa.

A balança corrente é afectada porque a perda de competitividade dos produtos nacionais torna os preços dos nossos produtos mais elevados em relação aos preços dos produtos externos, provocando um efeito negativo sobre as exportações portuguesas, e consequentemente uma redução do saldo da balança corrente. Para além disto, o aumento do endividamento acarreta um acréscimo dos juros a pagar, o que reduz também o saldo da balança corrente por via da diminuição do saldo da balança dos rendimentos. Esta tendência evolutiva constatou-se efectivamente entre 1996 e 2008, fase em que se registou de uma forma geral um agravamento do défice da balança corrente em percentagem do PIB, apesar da ligeira melhoria que se verificou entre 2000 e 2003 (gráfico 25). A partir de 2008 averiguou-se uma diminuição do peso do défice no PIB.

Gráfico 25



Fonte: OCDE

Relativamente à dívida externa líquida constatou-se de uma forma geral um agravamento do peso desta variável no PIB (Banco de Portugal, 2012), o que está logicamente associado ao aumento do endividamento dos agentes económicos. A perda de competitividade dos produtos nacionais agrava a tendência deficitária da balança comercial e para financiar o excesso das importações relativamente às exportações é necessário recorrer à poupança externa, aumentando por esta via também a dívida externa líquida.

3.14. A simetria dos ciclos económicos

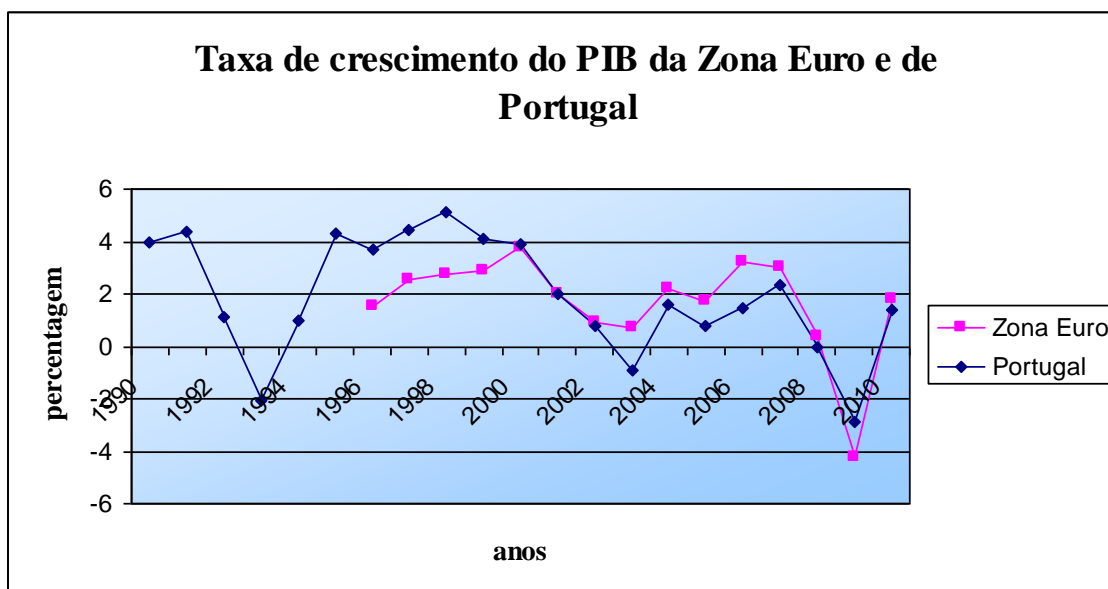
O objectivo da Zona Euro de convergência entre os países da união monetária demonstra que existe a expectativa de ocorrência de mais choques simétricos do que assimétricos, confiando assim que a perda da política cambial não fosse muito onerosa, no quadro do que afirmaram Barbosa et al. (1998). Averiguou-se que a dispersão da taxa de crescimento anual do PIB dos países da Área Euro foi mais elevada antes da criação da Zona Euro, constatando-se que a adesão ao euro contribuiu para uma maior aproximação das taxas de crescimento do PIB dos países da União Económica e Monetária (Banco de Portugal, 2009). No que diz respeito a Portugal registou-se um aumento da correlação do crescimento anual do PIB português com o crescimento anual do PIB na área do euro de 1980 a 2008, sendo que o acréscimo mais significativo dessa correlação se registou entre as fases de 1980 a 1989 e 1990 a 1999 (Banco de Portugal, 2009). Na fase de 2000 a 2008, esta variável atingiu um valor aproximadamente de 90% (Banco de Portugal, 2009). Constatou-se também uma correlação considerável para o caso da Espanha e da Irlanda, sendo que a correlação do crescimento anual do PIB grego com o crescimento do PIB na área do euro na fase de 2000 a 2008 foi um pouco superior a 20% e na fase de 1980 a 1989 atingiu valores, aproximadamente, de 80% (Banco de Portugal, 2009). Para além disto constatou-se que após a adesão ao euro, a volatilidade do PIB português e da área do euro aproximaram-se (Banco de Portugal, 2009). Assim é possível afirmar que houve uma evolução crescente da correlação cíclica, ou seja, registou-se uma convergência do ciclo económico português e o da área do euro (Banco de Portugal, 2009). Esta correlação demonstra que com a adesão ao euro por parte de Portugal, os choques que ocorreram foram, maioritariamente, simétricos.

Esta evolução poderá ser explicitada a partir da visão da Comissão Europeia (1990), que defende que a criação da Zona Euro leva a uma maior integração comercial e a uma produção diversificada e mais homogénea, ou seja, os estados-membros dedicam-se ao mesmo conjunto de actividades diversas (de Grauwe, 2009). Isto significa que todos os países produzem os mesmos bens e serviços, e comercializam estes (Comissão Europeia, 1990 in de Grauwe, 2009). No caso de Portugal constata-se que este se dedica a diferentes actividades, tal como demonstram os dados respectivos à área do euro (Banco de Portugal, 2009). No entanto apesar desta diversidade de

actividades existe uma maior importância das actividades relacionadas com a indústria e os serviços, registando-se um acréscimo da importância deste último sector ao longo dos anos no caso de Portugal e também da Zona Euro (Banco de Portugal, 2009). Assim podemos dizer que parece que se regista uma tendência de uma estrutura produtiva diversificada no nosso país e alguma similaridade entre esta estrutura e a estrutura do produto da área do euro. No entanto para se poder afirmar isto com toda a certeza seria necessária uma desagregação dos sectores, principalmente, da indústria e dos serviços, que constituem um peso importante na actividade económica de Portugal e da área do euro.

Mesmo com a ocorrência da crise financeira a simetria entre Portugal e a área do euro continuou-se a verificar, o que se pode comprovar com a análise da evolução das taxas de crescimento do PIB português e da Zona Euro a partir de 2007/2008 (gráfico 26). Esta variável registou uma mesma tendência para o caso de Portugal e para a Zona Euro. Apesar das taxas alcançadas não serem iguais, existe uma proximidade entre Portugal e a área do euro em termos de taxa de crescimento do PIB, o que torna visível a existência de alguma similaridade.

Gráfico 26



Fonte: OCDE

A maior diversificação também se constatou noutros estados-membros (Baldwin & Wyplosz, 2009). Logo, no surgimento de um choque adverso que afecta um

determinado sector, há maior probabilidade de este vir a ter impacto sobre todos os estados-membros, pois estes estão todos envolvidos nesse sector (Comissão Europeia, 1990 in de Grauwe, 2009) ou terá um efeito irrelevante devido à produção diversificada (Kenen, 1969). Para além disso Portugal é caracterizado pelo seu elevado grau de abertura (Barbosa et al., 1998), o que é favorável, uma vez que a integração comercial facilita a transmissão de choques, diminuindo assim a probabilidade de choques assimétricos (Comissão Europeia, 1990 e Feenstra & Taylor, 2008), tal como a integração financeira (Barbosa et al., 1998). E isto leva a que haja alguma similaridade entre a taxa de crescimento do PIB dos estados-membros.

A visão de Krugman (1991) defende que uma zona monetária dá origem a mais choques assimétricos devido à concentração regional das actividades, tendo em consideração as vantagens competitivas. No entanto os serviços estão a ganhar um peso considerável na actividade económica, tal como se constatou, e como para os serviços a vantagem competitiva não importa, não se verificará a concentração regional das actividades, na linha de perspectiva de de Grauwe (2009). Assim, a Zona Euro poderá ter contribuído para a similaridade dos choques e da evolução da taxa de crescimento do PIB dos estados-membros, levando a que a perda da política cambial possa não ter sido demasiado custosa. Isto porque se constatou uma maior probabilidade de ocorrência de choques simétricos, cujos efeitos podem ser atenuados pelas políticas únicas, uma vez que os impactos originados são idênticos para os estados-membros.

A correlação cíclica que se registou entre Portugal e a Zona Euro, que demonstra uma menor probabilidade de ocorrência de choques assimétricos, também está relacionada com a coordenação das políticas económicas e a existência de políticas monetária e cambial únicas, de acordo com a visão de de Grauwe (2009) e Barbosa et al. (1998). Isto porque se os países conduzirem políticas monetárias distintas, o que resulta em níveis de inflação diferentes, as preferências em termos da estrutura da maturidade dos títulos não irá ser idêntica, e consequentemente uma alteração da taxa de juro irá afectar os países de uma forma diferente (de Grauwe, 2009). Assim se em Portugal é implementada uma política monetária e cambial idêntica à dos outros estados-membros, e se as outras políticas económicas se encontram coordenadas, então existe tendência para criar impactos idênticos sobre o produto, os preços e o emprego, não promovendo assim choques assimétricos, no quadro do que afirmou de Grauwe

(2009). No entanto, tal como já foi referido, a política de emprego dos estados-membros não se encontra fortemente coordenada.

3.15. A integração na UE

Com a adesão de Portugal à moeda única esperava-se que houvesse um maior aprofundamento da integração do nosso país na UE, na linha de perspectiva de Barbosa et al. (1998). O que se verificou efectivamente em Portugal com a criação da Zona Euro foi o reforço da integração financeira e da integração comercial, por via da promoção do investimento e das trocas comerciais, respectivamente, tal como já foi referido. O acréscimo das trocas comerciais aumentou ainda mais o grau de abertura de Portugal, que já tinha sofrido um acréscimo com a entrada de Portugal na Comunidade Europeia (Banco de Portugal, 2009). Para além disso também se constatou um acréscimo das trocas comerciais intra-euro e da integração financeira da Europa, e apesar das taxas de inflação não serem idênticas em todos os estados-membros, os preços na área do euro sofreram uma convergência ao longo dos anos. Esta convergência também se registou ao nível das taxas de juro, apesar de a partir de 2008 se ter registado um aumento da divergência devido à ocorrência da crise financeira. Em relação à estrutura produtiva portuguesa podemos dizer que esta não é completamente idêntica à estrutura do produto da área do euro, contudo existe alguma similaridade entre estas. Isto tudo, ou seja, o aprofundamento da integração financeira e comercial, e as convergências a vários níveis entre os estados-membros permitiram um reforço da integração de Portugal na UE. Isto porque desta forma, Portugal encontra-se mais próximo dos outros estados-membros e existe uma maior similaridade.

O quadro 6 compara as expectativas e as consequências efectivas para Portugal relativamente ao comportamento das principais variáveis macroeconómicas com a participação na moeda única.

Quadro 6 - Quadro síntese

<u>Variáveis</u>	<u>Expectativas</u>	<u>O que ocorreu</u>
✓ Taxa de juro	✓ Redução e convergência	✓ Redução de 1990 até 2009 e convergência de 1991 até 2008 ✓ A partir de 2008 aumento da divergência e a partir de 2009 também aumento das taxas de juro

✓ Volatilidade cambial	✓ Eliminação (relativamente à área euro)	✓ Eliminação
✓ Custos de transacção	✓ Redução	✓ Redução
✓ Comércio	✓ Aumento	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Aumento de 1999 até meados de 2008 ✓ A partir de meados de 2008 redução ✓ A partir de, aproximadamente, início de 2009 aumento, sendo que as importações começaram a decrescer a partir de 2011
✓ Investimento	✓ Aumento	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Aumento dos stocks de IDE de 2000 até 2007 ✓ Entre 2007 e 2008 redução dos stocks de IDE ✓ Entre 2008 e 2009 aumento dos stocks de IDE ✓ Entre 2009 e 2010 redução dos stocks de IDE ✓ Aumento da FBCF entre 1995 e 2008 ✓ Redução da FBCF a partir de 2008
✓ Integração financeira	✓ Aumento	✓ Aumento
✓ Bem-estar dos consumidores	✓ Aumento	✓ Aumento de 1988 até 2005
✓ Preços	✓ Redução, estabilidade e convergência	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Redução da taxa de inflação de 1991 até 1999 e convergência dos preços de 1995 até 1999 ✓ Entre 1999 e 2001 aumento da taxa de inflação e ligeira redução da convergência dos preços, sendo que esta divergência se prolongou até 2002 ✓ A partir de 2001 redução da taxa de

		<p>inflação e a partir de 2002 aumento da convergência de preços, e posteriormente estabilidade dos preços</p> <p>✓ Entre 2008 e 2009 redução da taxa de inflação, e convergência e maior volatilidade dos preços</p> <p>✓ A partir de 2009 aumento da taxa de inflação, e convergência e menor estabilidade dos preços</p>
✓ Dívida pública em percentagem do PIB	✓ $\leq 60\%$	<p>✓ De 1995 a 2000 redução da variável e cumprimento do limite</p> <p>✓ A partir de 2000 aumento, deixando de cumprir o limite a partir de 2005</p>
✓ Défice público em percentagem do PIB	✓ $\leq 3\%$	<p>✓ A partir de 1995 até 1999 redução da variável, cumprindo quase o limite em 1999</p> <p>✓ Após 1999 não se cumpriu o limite</p>
✓ Saldo orçamental	✓ Equilibrado ou excedentário	✓ Deficitário
✓ PIB	✓ Maior crescimento económico e eventualmente maior volatilidade desse crescimento	<p>✓ De 1991 a 1993 redução da taxa de crescimento do PIB</p> <p>✓ A partir de 1993 até 1995 aumento</p> <p>✓ De 1995 a 2000 a taxa de crescimento do PIB variou entre 3% e 5%</p> <p>✓ A partir de 2000 até 2003 redução da variável</p> <p>✓ A partir de 2003 até 2007 aumento</p> <p>✓ De 2007 a 2009 redução</p> <p>✓ A partir de 2009 aumento</p>

		✓ Menor volatilidade do PIB após a criação da Zona Euro
✓ Custo unitário laboral	✓ Convergência	✓ Ligeira divergência
✓ Taxa de desemprego	✓ Redução	✓ De 1996 até 2000 redução da taxa de desemprego ✓ A partir de 2000 aumento da taxa de desemprego
✓ Salários reais	✓ Aumento da flexibilidade	✓ Flexibilidade, mas na fase de 1996 a 2005 uma menor flexibilidade do que no período de 1986 a 1995
✓ Mobilidade laboral	✓ Aumento	✓ Não houve uma alteração significativa da mobilidade laboral com a criação da Zona Euro, mantendo-se esta mobilidade fraca
✓ Preços relativos	✓ Flexibilidade limitada	✓ Flexibilidade limitada após a adesão ao euro, tal como já se verificava antes
✓ Importância internacional do euro	✓ Aumento	✓ Tendência crescente
✓ Similaridade dos ciclos económicos	✓ Aumento	✓ Aumento
✓ Integração na UE	✓ Aumento	✓ Aumento

4. Conclusão

Com o confronto entre as expectativas e as consequências para Portugal com a sua entrada na União Económica e Monetária é possível perceber que o nosso país obteve alguns benefícios, mas também sofreu alguns custos.

Constatou-se que as expectativas de redução e convergência da taxa de juro, de eliminação da volatilidade cambial e de redução dos custos de transacção se confirmaram, o que é favorável para Portugal. Isto porque estas consequências permitiram incentivar o comércio, e por esta via estimular o consumo e o bem-estar dos consumidores. O investimento também sofreu um acréscimo, devido à redução da taxa de juro e à eliminação da incerteza cambial, tal como se esperava. Esta evolução é considerada benéfica, pois originou um acréscimo na integração financeira, criando-se assim um mecanismo de estabilização de perturbações assimétricas, que torna a perda da política cambial menos onerosa e atenua os efeitos das perturbações assimétricas. Estes efeitos também se averiguaram com a flexibilidade dos salários reais que se registou em Portugal, sendo que também se constatou uma maior similaridade dos ciclos económicos, o que demonstra que os choques que ocorrem são, maioritariamente, simétricos.

O objectivo principal da Zona Euro de estabilidade de preços também foi confirmado de uma forma geral, sendo que se registaram taxas de inflação mais reduzidas e próximas.

Estes efeitos reforçaram a integração de Portugal na UE, tal como se esperava, o que é favorável, pois torna a perda da política cambial, principal custo da adesão ao euro, menos custosa, o que se comprova também com a menor volatilidade do PIB após a adesão ao euro.

No entanto a constituição da Zona Euro também envolveu alguns custos para o nosso país, tal como já foi referido. A redução da taxa de juro, apesar de constituir um benefício, de uma certa forma também teve um efeito negativo para Portugal. Isto porque estas reduzidas taxas facilitaram o financiamento, dando origem a endividamentos avultados, não cumprindo Portugal os limites da dívida pública e do défice impostos, diminuindo assim a margem orçamental para fazer face a choques assimétricos. Conforme se referiu, também a dívida privada aumentou, gerando uma

acumulação substancial de dívida externa, no quadro de sucessivos défices elevados na balança corrente.

A adesão ao euro por parte de Portugal também levou ao desenvolvimento da expectativa de maior crescimento económico e redução da taxa de desemprego. Contudo, isto não se constatou efectivamente, o que é considerado desfavorável para o nosso país. Para além disto o custo unitário laboral português sofreu uma ligeira divergência em relação ao custo unitário laboral da média da Zona Euro, o que não se esperava e constitui um custo, por via dos efeitos diversos nos preços e salários, e provocou uma perda da competitividade portuguesa.

A mobilidade laboral e a flexibilidade de preços relativos poderiam constituir mecanismos de estabilização de perturbações assimétricas. No entanto no caso de Portugal não constituem, pois a mobilidade laboral é fraca, e a flexibilidade de preços relativos é limitada. No entanto isto já se verificava antes da adesão à moeda única.

Com isto identificamos as vantagens e desvantagens para Portugal com a sua entrada na União Económica e Monetária. No entanto a ocorrência da crise financeira teve algum impacto em Portugal, invertendo nalguns casos as evoluções positivas ou agravando os custos. Constatou-se assim que a crise mundial provocou um aumento das taxas de juro e uma redução da convergência destas taxas, uma redução do comércio e do investimento, uma menor estabilidade dos preços, e um agravamento da situação orçamental, da redução da taxa de crescimento do PIB e do acréscimo da taxa de desemprego. Apesar da necessidade de tomar em conta estes efeitos negativos, é essencial que se clarifique o facto de estes serem originados pela crise e não estarem directamente relacionados com a adesão à moeda única, pois vários outros países que não pertencem a uma zona monetária não ficaram imunes aos impactos da crise. A única questão é que estes países têm à sua disposição as políticas monetárias e cambiais nacionais para atenuar os efeitos negativos. No entanto o mais importante a considerar é os custos e benefícios efectivos para Portugal resultantes da sua entrada na Zona Euro.

Assim, com toda a análise realizada podemos concluir que a decisão de aderir ao projecto do euro por parte de Portugal foi positiva, pois o nosso país apesar de ter sofrido alguns custos, conseguiu melhorar o seu desempenho a vários níveis e as consequências dinâmicas, como a similaridade dos ciclos, a integração comercial e a integração financeira, que se sentiram, tornaram a adesão à União Económica e

Monetária menos custosa. Um dos problemas mais relevantes para Portugal é a sua situação orçamental, pois a tendência deficitária que se tem vindo a constatar, provoca um efeito negativo em termos de crescimento económico, e consequentemente origina um impacto de acréscimo da taxa de desemprego, na linha de perspectiva da lei de Okun. Assim, a necessidade de promover a disciplina orçamental é extremamente importante, ou seja, não basta a implementação de limites orçamentais, mas também é fundamental a fiscalização do cumprimento destes, e a introdução de sanções efectivas no caso de incumprimento. Desta forma torna-se possível melhorar a situação orçamental, e consequentemente fomentar um maior crescimento económico e reduzir a taxa de desemprego. Este progresso orçamental, se for suficiente, expande a margem para fazer face a perturbações assimétricas, sem entrar em défices orçamentais excessivos, atenuando assim a limitação do crescimento económico nas fases de ocorrência de choques negativos. Estas melhorias poderão ser verificadas no futuro por via do Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governação na União Económica e Monetária, sendo necessário ter em consideração os critérios fundamentais para a promoção eficaz da disciplina fiscal, anteriormente indicados, tornando deste modo a adesão à moeda única para o nosso país ainda mais vantajosa.

No contexto actual, tem-se levantado a questão da saída ou não de Portugal da Zona Euro. Cada uma destas hipóteses tem custos, tal como benefícios, sendo por isso necessário ponderar o benefício líquido para cada caso.

No caso de Portugal decidir sair da Zona Euro verificar-se-á de imediato a existência de volatilidade cambial (Travassos, 2011), que poderá não ser muito intensa se fixarmos o escudo ao euro, mas existe sempre alguma incerteza, e um aumento dos custos de transacção. Estas duas consequências terão como efeito a redução do comércio, na linha de perspectiva de Travassos (2011).

Para além disto o abandono da Zona Euro por parte de Portugal levaria também a uma desvalorização do escudo em relação ao euro, de modo a melhorar a competitividade dos produtos nacionais, que tornaria as exportações portuguesas mais baratas e as importações mais caras, implicando assim um acréscimo das exportações e dificuldades de importação, no quadro do que afirmou João Ferreira do Amaral (Travassos, 2011).

Contudo, esta perda de valor do escudo relativamente ao euro envolve alguns problemas, principalmente devido à situação de endividamento excessiva, de acordo com a perspectiva de vários autores (Travassos, 2011). Isto porque a saída da Zona Euro por parte de Portugal implica que os rendimentos dos agentes sejam em escudos, mas as dívidas continuam a ser pagas em euros (João Ferreira do Amaral in Travassos, 2011). Isto origina um aumento do valor da dívida expressa em euros, na linha de perspectiva de diversos autores (Travassos, 2011), pois com um mesmo rendimento em escudos, os agentes económicos têm de honrar os seus compromissos, e sendo estes fixos em euros, o montante de escudos que corresponde ao valor da dívida em euros será superior devido à valorização do euro.

A taxa de inflação terá uma evolução crescente com a saída de Portugal da União Económica e Monetária, uma vez que o nosso país passa a ter ao seu dispor a política monetária e deixa de existir o critério de estabilidade no quadro do que afirmou Travassos (2011). Para além disso a desvalorização do escudo relativamente ao euro levaria também a um aumento da taxa de inflação por via da inflação importada (Travassos, 2011). Logo, existe uma maior probabilidade de uma menor estabilidade dos preços, o que originará segundo Travassos (2011) um crescimento económico mais reduzido e uma taxa de juro mais elevada.

A existência de pelo menos alguma flutuação cambial, que já foi referida anteriormente, terá também um efeito crescente do prémio de risco, aumentando a taxa de juro, que por sua vez dificulta a obtenção de crédito e reduz assim o consumo, afectando negativamente o PIB, que levará a um aumento do desemprego. Este acréscimo do desemprego e a redução do consumo influenciam desfavoravelmente o bem-estar dos consumidores. Para além disto o aumento da taxa de juro implicará também a redução do investimento empresarial e da produção, e o nosso país poderá tornar-se mais vulnerável a ataques especulativos (Travassos, 2011).

Com este acréscimo da taxa de juro e o agravamento da situação orçamental, anteriormente indicada, torna-se mais difícil para Portugal honrar os seus compromissos. Esta evolução da taxa de juro e a dificuldade de obtenção de financiamento é agravada com a reacção negativa dos mercados financeiros com a saída de Portugal da Zona Euro, pois esta opção significa que o nosso país não se conseguiu

manter no projecto do euro, o que é visto como a não capacidade de manter os seus compromissos, aumentando o risco de investir em Portugal.

Para além destas consequências, a decisão de não continuar com o projecto do euro tem um efeito de redução do peso e da credibilidade do nosso país a nível internacional (Travassos, 2011), e tem um impacto negativo no processo de integração europeia (Travassos, 2011), dificultando a criação de uma união política na linha de perspectiva de Alves (2000) e Silva (1997) (Travassos, 2011).

A vantagem que Portugal teria com a saída da união monetária está relacionada com a recuperação das políticas monetária e cambial (Travassos, 2011). Portugal poderá desvalorizar a sua moeda, de modo a tornar os seus produtos mais competitivos no mercado internacional, na linha de perspectiva de Travassos (2011). Deste modo as exportações tornavam-se mais baratas e as importações mais caras. Para que a desvalorização resulte apenas em efeitos positivos, o nosso país deveria tornar-se menos dependente do exterior e reduzir as suas importações, pois isto levaria a um aumento do PIB, por via do acréscimo das exportações e diminuição das importações, que levaria a uma redução do desemprego. Estes dois efeitos aumentariam as receitas fiscais e diminuía as despesas com os subsídios de desemprego, melhorando a situação orçamental. No entanto é difícil para Portugal tornar-se bastante menos dependente do exterior, pois isto exige investimento e o nosso país irá encontrar-se numa situação de dificuldade de obtenção de crédito se sair da união monetária, e para além disso mesmo com a política cambial à disposição, a influência de Portugal nos preços relativos é pouco significativa, devido à sua dimensão. Assim, a recuperação das políticas monetária e cambial não terá efeitos demasiadamente favoráveis, pelo menos no curto prazo, tal como a perda destas com a adopção da moeda única não foi muito onerosa.

Na hipótese de Portugal decidir permanecer na União Económica e Monetária é necessário ter em consideração a necessidade de algumas alterações a nível orçamental, devido ao facto de a adopção do euro não ter promovido um impacto positivo em termos de crescimento económico e da taxa de desemprego. Isto significa que poderão ser exigidas critérios e condições mais restritivas a nível fiscal, anteriormente referidas, que poderão ser implementadas por via do Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governação na União Económica e Monetária, uma vez que este tratado implica a transposição dos limites orçamentais para os ordenamentos jurídicos e o ajustamento do

desvio orçamental num tempo limitado. Este tratado promove uma menor flexibilidade em relação ao PEC de 2005, o que por um lado é favorável em termos de disciplina orçamental, incentivando desta forma a melhoria da situação fiscal, e talvez subsequentemente um impacto positivo em termos de crescimento económico e emprego. Mas por outro dificulta o ajustamento no caso de ocorrência de choques negativos. No entanto poderá valer a pena seguir esta lógica mais restritiva, de modo a que Portugal tende para uma situação orçamental mais favorável, e posteriormente a esse esforço fiscal o nosso país terá mais margem de manobra para fazer face a perturbações.

Relativamente ao comércio é possível afirmar que a crise actual não afectou muito a tendência de evolução desta variável, constatando-se até um acréscimo das exportações portuguesas nesta última fase. E devido aos efeitos de integração numa zona monetária, rigidez cambial e redução dos custos de transacção, considera-se que se irá verificar a continuação da promoção do comércio, o que incentiva o aumento da integração comercial. Esta integração e o facto de a adesão à moeda única facilitar a convergência entre os países, devido às políticas monetária e cambial únicas e relativa proximidade das restantes políticas económicas, promove a integração europeia, o que facilita a criação de uma união política, tal como já foi referido, o que é fundamental para a sustentabilidade da Zona Euro. No entanto é preciso ter em atenção que quanto mais países aderirem à Zona Euro, maior a diversidade e mais difícil se torna a convergência, que promove assim uma menor similaridade.

O contexto actual de crise tem dificultado a obtenção de financiamento nos mercados financeiros e originado taxas de juros mais elevadas. Isto poderá ser ultrapassado com a melhoria da situação orçamental por via do cumprimento dos limites impostos. Já se tem verificado alguma melhoria fiscal com o programa de ajustamento da Troika, apesar das receitas fiscais terem sido inferiores às previstas, levando mesmo à flexibilização pelas entidades internacionais das metas para o défice público para os anos 2012 e 2013. Esta disciplina orçamental terá que ser mantida após o cumprimento do programa da Troika, ou seja, Portugal deve manter o seu esforço para cumprir os limites orçamentais, de modo a evitar situações fiscais excessivamente desfavoráveis, o que poderá ser conseguido por via do Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governação na União Económica e Monetária. Mesmo que Portugal não consiga

cumprir os limites estipulados, a dificuldade de obtenção de financiamento nos mercados financeiros seria menor do que no caso de não cumprimento do projecto do euro, ou seja, a reacção dos mercados financeiros seria mais negativa neste último caso.

No que diz respeito à perda das políticas monetária e cambial já se constatou que não foi muito onerosa, e mesmo neste contexto de crise essa perda não é muito relevante. Isto porque países como o Reino Unido e a Dinamarca não se encontram numa posição muito melhor do que alguns estados-membros da Zona Euro em termos de crescimento económico e taxa de desemprego.

Assim, tendo em consideração as possíveis consequências com a saída e permanência de Portugal na Zona Euro, e que a entrada do nosso país no projecto do euro foi positiva, tal como já foi indicado, podemos concluir que Portugal não deve abandonar a moeda comum. Isto porque, como já foi referido, apesar de algumas expectativas não se terem verificado e a crise financeira ter tido um impacto negativo sobre a economia portuguesa, o nosso país obteve alguns benefícios com a adopção do euro. Para além disto a saída da união monetária terá consequências com efeitos consideravelmente negativos. Apesar de poder haver algum efeito benéfico, este poderia ser limitado, pois a vantagem que se conseguiria obter com a desvalorização da moeda nacional implicaria a verificação de algumas condições para que o efeito global fosse realmente positivo. Isto demonstra que o caminho que Portugal teria de percorrer com o abandono do euro não seria, propriamente, fácil e que o impacto no curto prazo seria bastante prejudicial. No entanto com esta conclusão não se afirma que a decisão de permanência na Zona Euro por parte de Portugal será fácil, devido ao contexto de crise, que origina instabilidades e incertezas. Contudo, considera-se que vale a pena investir nesta zona monetária e manter os estados-membros unidos, não só pelas vantagens que Portugal conseguiu obter e pela expectativa de melhoria da situação fiscal com o programa de ajustamento da Troika e o novo tratado, mas também pela aproximação a uma união política, que fortalecerá a Europa e tornará a União Económica e Monetária sustentável.

Referências

Afonso, O. e R. H. Alves (2012), “O Estranho Caso do Ataque à Eurozona: de Quem é a Culpa?”, NIFIP – Working Papers, Nº 7, Faculdade de Economia do Porto;

Aiginger, K. e W. Leitner (2002), “Regional Concentration in the United States and Europe: Who Follows Whom?”, *Review of World Economics (Weltwirtschaftliches Archiv)*, Vol. 138, Nº 4, pp. 652-679;

Alves, R. H. e O. Afonso (2007), “The “New” Stability and Growth Pact: More Flexible, Less Stupid?”, *Intereconomics: Review Of European Economic Policy*, Vol. 42, Nº 4, pp. 218-225;

Andrews, D., A. Sánchez e A. Johansson (2011), “Housing Markets and Structural Policies in OECD Countries”, OECD Economics Department - Working Papers, Nº 836, Organisation for Economic Co-operation and Development;

Artis, M. J. e W. Zhang (1997), “International Business Cycles and the ERM: Is There a European Business Cycle?”, *International Journal of Finance & Economics*, Vol. 2, Nº 1, pp. 1-16;

Baldwin, R. e C. Wyplosz (2009), *The Economics of European Integration*, London: McGraw-Hill;

Baldwin, R., V. DiNino, L. Fontagné, R. A. de Santis e D. Taglioni (2008), “Study on the Impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment”, Economic Papers, Nº 321, European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs;

Banco Central Europeu (2008), “Relatório Anual 2007”, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2007pt.pdf>, acedido em 17 de Abril de 2012;

Banco Central Europeu (2009), “Relatório Anual 2008”, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2008pt.pdf>, acedido em 17 de Abril de 2012;

Banco Central Europeu (2010), “Relatório Anual 2009”, <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2009pt.pdf>, acedido em 17 de Abril de 2012;

Banco Central Europeu (2011), “Relatório Anual 2010”, <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2010pt.pdf>, acedido em 17 de Abril de 2012;

Banco de Portugal (2009), “A Economia Portuguesa no Contexto da Integração Económica, Financeira e Monetária”, <http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/outras/Biblioteca%20de%20Tumbnails/Publicacao%20C3%A7%C3%A3o%20Completa.pdf>, acedido em 8 de Março de 2012;

Banco de Portugal (2012), “Boletim Estatístico”, <http://www.bportugal.pt/pt-PT/Estatisticas/PublicacoesEstatisticas/BolEstatistico/Publicacoes/BEAgo12.pdf>, acedido em 24 de Agosto de 2012;

Barbosa, A. S. P., A. Barreto, A. N. Leite, M. J. V. Rosa, M. Abreu, M. Gouveia, M. St. Aubyn, N. Alves e V. Gaspar (1998), *O Impacto do Euro na Economia Portuguesa*, Lisboa: D. Quixote;

Berger, H. e V. Nitsch (2008), “Zooming Out: The Trade Effect of the Euro in Historical Perspective”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 27, Nº 8, pp. 1244-1260;

Castro, F. (2004), “Foreign Direct Investment in a Late Industrialising Country: The Portuguese IDP Revisited”, *Investigação – Trabalhos em Curso*, Nº 147, Faculdade de Economia do Porto;

Comissão Europeia (1990), “One Market, One Money”, *European Economy*, Nº 44;

Comissão Europeia (2008), “EMU@10. Successes and Challenges after 10 years of Economic and Monetary Union”, *European Economy*, Nº 2;

Congleton, R. D. (2009), “On the Political Economy of the Financial Crisis and Bailout of 2008-2009”, *Public Choice*, Vol. 140, Nº 3, pp. 287-317;

de Grauwe, P. (2009), *Economics of Monetary Union*, Oxford: Oxford University Press;

Eurostat,

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database,

acedido em 30 de Maio de 2012;

Feenstra, R. C. e A. M. Taylor (2008), *International Macroeconomics*, New York: Worth Publishers;

Flam, H. e H. Nordström (2006), “Euro Effects on the Intensive and Extensive Margins of Trade”, CESifo - Working Papers, Nº 1881, CESifo Group Munich;

Frankel, J. A. e A. K. Rose (1998), “The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria”, *Economic Journal*, Vol. 108, Nº 449, pp. 1009-1025;

Friedman, M. (1968), “The Role of Monetary Policy”, *American Economic Review*, Vol. 58, Nº 1; pp. 1-17;

Fundo Monetário Internacional (1984), “Exchange Rate Volatility and World Trade: A Study by the Research Department of the International Monetary Fund”, IMF - Occasional Papers, Nº 28, International Monetary Fund;

Ghosh, A. R., A. Gulde, J. D. Ostry e H. C. Wolf (1997), “Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?”, NBER - Working Papers, Nº 5874, National Bureau of Economic Research;

Glick, R. e A. K. Rose (2002), “Does a Currency Union Affect Trade? The Time Series Evidence”, *European Economic Review*, Vol. 46, Nº 6, pp. 1125-1151;

Horváth, R. (2005), “Exchange Rate Variability, Pressures and Optimum Currency Area Criteria: Some Empirical Evidence from the 1990s”, *Applied Economics Letters*, Vol. 12, Nº 15, pp. 919-922;

Horváth, R. (2007), “Ready for Euro? Evidence on EU New Member States”, *Applied Economics Letters*, Vol. 14, Nº 14, pp. 1083-1086;

Kenen, P. (1969), “The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View”, in R. Mundell e A. Swoboda (editors), *Monetary Problems of the International Economy*, pp. 41-60, Chicago: University of Chicago Press;

Krugman, P. (1991), *Geography and Trade*, Cambridge, MA: MIT Press;

Lane, P. R. e G. M. Milesi-Ferretti (2007), “Europe and Global Imbalances”, *Economic Policy*, Vol. 22, Nº 51, pp. 519-573;

Lim, E. (2006), “The Euro’s Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data”, IMF Statistics Department - Working Papers, Nº 153, International Monetary Fund;

McKinnon, R. (1963), “Optimum Currency Areas”, *American Economic Review*, Vol. 53, Nº 4, pp. 717-725;

Ministério das Finanças (2006), “A Economia Portuguesa”, <http://www.gpeari.min-financas.pt/arquivo-interno-de-ficheiros/economia-portuguesa/2006/Economia-Portuguesa-Julho2006.pdf>, acedido em 30 de Abril de 2012;

Mundell, R. (1961), “A Theory of Optimum Currency Areas”, *American Economic Review*, Vol. 51, Nº 4, pp. 657-665;

Nitsch, V. e M. Pisu (2008), “Scalpel, Please! Dissecting the Euro’s Effect on Trade”, ETH Zurich and National Bank of Belgium;

OCDE, <http://www.oecd.org/statistics/>, acedido em 13 de Agosto de 2012;

Phelps, E. (1968), “Money-Wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium”, *Journal of Political Economy*, Vol. 76, Nº 4, pp. 678-711;

Rogoff, K. S., A. Mody, N. Oomes, R. Brooks e A. M. Husain (2004), “Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes”, IMF - Occasional Papers, Nº 229, International Monetary Fund;

Rose, A. K. (2000), “One Money, One Market: The Effect of Common Currencies on Trade”, *Economic Policy*, Vol. 15, Nº 30, pp. 7-46;

Rose, A. K. (2004), “The Effect of Common Currencies on International Trade: A Meta-Analysis”, in V. Alexander et al. (editors), *Monetary Unions and Hard Pegs*, pp. 101-112, Oxford: Oxford University Press;

Rose, A. K. e C. Engel (2002), “Currency Unions and International Integration”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 34, Nº 4, pp. 1067-1089;

Rose, A. K. e E. van Wincoop (2001), “National Money as a Barrier to International Trade: The Real Case for Currency Union”, *American Economic Review*, Vol. 91, Nº 2, pp. 386-390;

“Tratado sobre Estabilidade, Coordenação e Governação na União Económica e Monetária” (2012), http://european-council.europa.eu/media/639122/16_-_tscg_pt_12.pdf, acedido em 12 de Abril de 2012;

Travassos, A. (2011), “A Saída Voluntária de um Estado membro da Zona Euro (e UE): Caso Concreto de Portugal”, Dissertação de Mestrado em Ciência Política e Relações Internacionais – Especialização em Estudos Europeus, Faculdade de Ciências Sociais e Humanas da Universidade Nova de Lisboa, <http://run.unl.pt/bitstream/10362/7165/1/A%20Sa%c3%adda%20Volunt%c3%alria%20de%20um%20Estado%20membro%20da%20Zona%20Euro%20%28e%20UE%29.pdf>, acedido em 20 de Junho de 2012;

Wolszczak-Derlacz, J. (2008), “Price Convergence in the EU – An Aggregate and Disaggregate Approach”, *International Economics and Economic Policy*, Vol. 5, Nº 1, pp. 25-47;